

Maíra Melo de Souza

***VALUE RELEVANCE* DO NÍVEL DE *DISCLOSURE* DAS
COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS E DO *GOODWILL*
RECONHECIDO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Centro Sócio Econômico da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientador: Prof. Dr. José Alonso Borba.

Florianópolis
2015

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Souza, Maíra Melo de

Value relevance do nível de disclosure das combinações de negócios e do goodwill reconhecido nas empresas brasileiras / Maíra Melo de Souza ; orientador, José Alonso Borba - Florianópolis, SC, 2015.
183 p.

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio-Econômico. Programa de Pós-Graduação em Administração.

Inclui referências

1. Administração. 2. Combinações de negócios. 3. Disclosure. 4. Goodwill. 5. Value Relevance. I. Borba, José Alonso. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de Pós-Graduação em Administração. III. Título.

MAÍRA MELO DE SOUZA

**VALUE RELEVANCE DO NÍVEL DE DISCLOSURE DAS
COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS E DO GOODWILL
RECONHECIDO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

Esta tese foi julgada adequada para a obtenção do Grau de Doutor em Administração no Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina e aprovada, em sua forma final, em 20 de março de 2015.

Prof. Dr. Marcus Vinicius Andrade de Lima
Coordenador do Programa

Apresentada à Comissão Examinadora composta pelos professores:

Prof. Dr. José Alonso Borba
Orientador
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Dr. Fernando Dal-Ri Murcia
Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Roberto Carlos Klann
Universidade Regional de Blumenau

Profª Dra. Ilse Maria Beuren
Universidade Federal do Paraná

Prof. Dr. Ernesto Fernando Rodrigues Vicente
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof. Dr. Marcus Vinicius Andrade de Lima
Universidade Federal de Santa Catarina

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus pela força e por me ajudar na realização dos meus sonhos.

Ao meu orientador Prof. Dr. José Alonso Borba pela orientação, apoio, confiança, amizade e dedicação.

Ao Prof. Dr. Fernando Dal-Ri Murcia pelo apoio e pelas valiosas sugestões para desenvolvimento da pesquisa.

À Prof^a Dra. Suliani Rover pelas contribuições, apoio, conversas sobre a pesquisa e pela sua amizade. Obrigada por tudo querida amiga.

Aos professores que participaram da minha banca de qualificação por todas as contribuições realizadas.

Ao Prof. Dr. Orion Augusto Platt Neto pelas conversas sobre a pesquisa, atenção e contribuições.

Ao chefe do Departamento de Ciências Contábeis Prof. Dr. Luiz Felipe Ferreira por todo apoio prestado.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) pelos conhecimentos transmitidos.

À minha mãe (Maria Lúcia), meus dois irmãos (Rafael e Luiz Fernando) e minha avó (Olinda Lemos - *in memoriam*).

Muito obrigada a todos que, direta e indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho.

“Com paciência e perseverança muito se alcança.”

Théophile Gautier

SOUZA, Máira Melo de. **Value relevance do nível de disclosure das combinações de negócios e do goodwill reconhecido nas empresas brasileiras**, 2015. 183f. Tese (Doutorado em Administração), Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2015.

RESUMO

O Brasil convergiu suas normas contábeis aos padrões internacionais do *International Accounting Standards Board* (IASB). Um dos eventos relevantes nesse contexto foi a emissão do pronunciamento contábil CPC-15 tratando das combinações de negócios, cujos procedimentos estão alinhados à norma IFRS 3 do IASB. A referida norma internacional é considerada um dos tópicos mais complexos atinentes às normas do IASB, que exige intensa utilização do valor justo (BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014). A complexidade em torno da norma engloba o *disclosure* das informações relativas às combinações de negócios e do *goodwill* reconhecido nessas transações, os comentários enviados ao IASB acerca da pós-implementação da IFRS 3 revisada confirmam essas dificuldades. Nesse ambiente, Schipper, (2007); Leuz e Wysocki, 2008; Tsalavoutas e Dionysiou (2014) e Baboukardos e Rimmel (2014) discorrem que existem poucos estudos tratando sobre o *disclosure* obrigatório. Este trabalho tem como objetivo verificar o *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios e do ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) reconhecido nas empresas brasileiras. O levantamento das combinações de negócios foi feito por meio dos fatos relevantes divulgados no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A amostra de pesquisa é composta pelas empresas de capital aberto brasileiras que realizaram alguma combinação de negócio no período entre 2010 e 2013 e tiveram o papel de adquirente na transação, perfazendo uma amostra de 202 observações. Para mensurar o nível de *disclosure*, elaborou-se uma métrica a partir do CPC-15 R1 (2011) realizando a abertura de alguns itens de divulgação a fim de alcançar um maior detalhamento das informações. A coleta dos dados foi por meio das notas explicativas integrantes das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) anuais disponibilizadas no *website* da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&BOVESPA). Através de um modelo de regressão múltipla, visando avaliar o *value relevance* do nível de *disclosure* e do *goodwill* reconhecido, foram adotadas três abordagens relativas à

variável dependente preço das ações, quais sejam: abordagem 1) preço da ação três meses após o encerramento do exercício social; abordagem 2) preço da ação no encerramento do exercício social; e; abordagem 3) preço da ação imediatamente após a publicação das DFPs no site da BM&BOVESPA. Os resultados demonstraram que o nível de *disclosure* das combinações de negócios é positivamente e significativamente relacionado com o preço das ações das empresas brasileiras, nas três abordagens utilizadas. Já o *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios, embora em média apresente um valor significativo na transação, não demonstrou significância estatística para explicar o preço das ações em nenhuma das abordagens utilizadas. Vale destacar também que a média do nível de *disclosure* das combinações de negócios analisadas foi muito baixa, não sendo suficiente para proporcionar uma visão dos fatores que integram o *goodwill* adquirido.

Palavras-chave: Combinações de negócios. Ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*). *Disclosure*. *Value relevance*.

SOUZA, Maíra Melo de. **Value relevance vis-à-vis disclosure on business combinations and goodwill recognized by brazilian companies**, 2015. 183f. Tese (Doutorado em Administração), Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2015.

ABSTRACT

Brazil has harmonized its accounting rules with those set forth by the International Accounting Standards Board (IASB). An event of particular note during this process was the creation of the accounting pronouncement CPC-15, which concerns business combinations, detailing procedures in accordance with the IASB standard IFRS 3. Considered one of the most complex topics within the realm of IASB rules, this standard espouses extensive use of fair value measurement (BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014). A share of the complexity surrounding the rule encompasses the disclosure of information concerning business combinations and the goodwill recognized in such transactions, the commentary provided to the IASB in respect to the post-implementation review of IFRS 3 attests to these difficulties. Upon addressing these circumstances, Schipper (2007), Leuz and Wysocki 2008, Tsalavoutas and Dionysiou (2014), and Baboukardos and Rimmel (2014) point to the existence of few studies on mandatory disclosure. The objective of this study is to examine the value relevance of the disclosure level of business combination and goodwill recognized by Brazilian companies. The business combinations that took place during this period were identified by way of details concerning the same disclosed by the *Comissão de Valores Mobiliários* (CVM) website. The research sample is composed of the publically traded Brazilian companies that underwent any type of business combinations, as the acquiring entity, between 2010 and 2013, which yielded a total sample of 202 observations. To measure the disclosure level of each, a gauging device was created using CPC-15 R1 (2011) as its base, delving into certain disclosure items in order to render a greater level of detail. Data collection was carried out using the footnotes to the annual standardized financial statements (DFP) available on the São Paulo Stock Exchange (BM&BOVESPA) website. Using a multiple regression model and seeking to evaluate the value relevance of the disclosure level and recognized goodwill, the following three approaches to the stock price the dependent variable, were adopted: 1) the stock price three months

following the balance sheet date; 2) the stock price at the balance sheet date; and 3) the stock price immediately after the publication of the financial statements on the BM&BOVESPA website. The results revealed that disclosure levels in business combinations is positively and significantly associated to the stock price of Brazilian companies, as shown by each of the three approaches employed in the study. As to the recognition of goodwill during business combinations, despite the fact that it represents a significant share of the value of the transaction, no statistical significance explaining stock price behavior was found by way of any of the approaches employed. It also bears mentioning that the disclosure level in regard to the business combinations in question was quite low, and thusly it did not allow for insight into the factors that result in the goodwill acquired.

Keywords: Business combinations. Goodwill. Disclosure. Value relevance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Esquema de reconhecimento do <i>goodwill</i>	34
Figura 2 - Reconhecimento de intangíveis na combinação de negócios.....	35
Figura 3 - Mapa perceptual nível de <i>disclosure</i> x ano	120
Figura 4 - Mapa perceptual nível de <i>disclosure</i> x setor	121
Figura 5 - Mapa perceptual preço da ação x nível de <i>disclosure</i>	122
Figura 6 - Mapa perceptual preço da ação x <i>goodwill</i>	123
Figura 7 - Mapa perceptual preço da ação x intangível identificável	124
Figura 8 - Mapa perceptual preço da ação x patrimônio líquido	125
Figura 9 - Mapa perceptual preço da ação x resultado do exercício	126

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Erros conceituais do <i>goodwill</i> encontrados por Martins <i>et al.</i> (2010)....	33
Quadro 2 - Pesquisas sobre <i>value relevance</i> do <i>goodwill</i>	61
Quadro 3 - Composição da amostra de pesquisa utilizada	71
Quadro 4 - Empresas com evidenciação conjunta das combinações de negócios....	72
Quadro 5 - Resumo do conjunto de variáveis utilizadas nesta pesquisa	82
Quadro 6 - Variáveis e categorias analisadas.....	85
Quadro 7 - Exemplo de evidenciação Abril Educação no ano de 2013	93
Quadro 8 - Exemplo de evidenciação realizada pela empresa Profarma	101
Quadro 9 - Denominações dos intangíveis identificáveis na amostra analisada	109
Quadro 10 - Exemplo de evidenciação empresa JSL	110
Quadro 11 - Descrição qualitativa dos fatores que compõem o <i>goodwill</i>	112
Quadro 12 - Exemplo de evidenciação empresa Natura	113
Quadro 13 - Evidenciação da mesma informação para diferentes combinações.....	114
Quadro 14 - Denominações para o <i>goodwill</i> encontradas na amostra.....	115
Quadro 15 - Exemplo da apuração do <i>goodwill</i> na combinação de negócios	116
Quadro 16 - Exemplo de evidenciação empresa Kroton	118
Quadro 17 - Comparativo dos resultados encontrados sob o método <i>stepwise</i>	138

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Evidenciação dos ativos e passivos da empresa adquirida	91
Tabela 2 - Evidenciação do cálculo do valor justo dos ativos e passivos	94
Tabela 3 - Evidenciação do laudo de avaliação de ativos e passivos.....	96
Tabela 4 - <i>Goodwill</i> e ganho por compra vantajosa na amostra	97
Tabela 5 - Proporção do <i>goodwill</i> em relação à contraprestação	98
Tabela 6 - Casos de <i>goodwill</i> superior a 100% do valor da contraprestação	100
Tabela 7 - Intangíveis identificáveis reconhecidos na amostra analisada	103
Tabela 8 - <i>Goodwill</i> reconhecido x intangíveis identificáveis reconhecidos	103
Tabela 9 - Estatística descritiva <i>goodwill</i> x intangíveis identificáveis 2010-2013...	105
Tabela 10 - Estatística descritiva <i>goodwill</i> x intangíveis identificáveis por ano.....	107
Tabela 11 - Informações financeiras da adquirida incluídas no consolidado.....	117
Tabela 12 - Estatística descritiva dos índices de evidenciação	118
Tabela 13 - Resultados análise regressão linear múltipla primeira abordagem	128
Tabela 14 - Matriz de correlação entre as variáveis independentes.....	130
Tabela 15 - Aplicação do método <i>stepwise</i> na primeira abordagem.....	131
Tabela 16 - Resultados análise regressão linear múltipla segunda abordagem.....	133
Tabela 17 - Aplicação do método <i>stepwise</i> na segunda abordagem	134
Tabela 18 - Resultados análise regressão linear múltipla terceira abordagem.....	135
Tabela 19 - Aplicação do método <i>stepwise</i> na terceira abordagem	137

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANACOR - Análise de Correspondência
BM&BOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis
DISC - Nível de *disclosure* da combinação de negócios
DFC - Demonstração dos Fluxos de Caixa
DFPs - Demonstrações Financeiras Padronizadas
DOAR - Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos
DVA - Demonstração do Valor Adicionado
EBITDA - *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*
FASB - *Financial Accounting Standards Board*
FCO - Fluxo de Caixa Operacional
GOODW - *Goodwill* reconhecido na combinação de negócios realizada
IASB - *International Accounting Standards Board*
IFRS - *International Financial Reporting Standards*
II - Intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios realizada
ITRs - Informações Financeiras Trimestrais
LL - Lucro Líquido
NE - Notas explicativas
P - Preço da ação
PL - Patrimônio Líquido
RESULT - Resultado consolidado do exercício anual
SFAS - *Statement of Financial Accounting Standards*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 OBJETIVOS	21
1.1.1 Objetivo Geral da Pesquisa	21
1.1.2 Objetivos Específicos	21
1.2 Justificativa	22
1.2.1 Contribuição da pesquisa	23
1.2.2 Ineditismo	24
1.3 Estrutura do Trabalho	25
2 REFERENCIAL TEÓRICO	27
2.1 Combinações de negócios	27
2.1.1 O ágio por expectativa de rentabilidade futura (<i>goodwill</i>)	29
2.1.2 Tratamento tributário <i>goodwill</i>	37
2.1.3 Tratamento do <i>goodwill</i> após o seu reconhecimento na contabilidade	38
2.1.4 O ganho por compra vantajosa	41
2.2 A utilização do valor justo (<i>fair value</i>)	41
2.3 Conflitos de agência	47
2.4 A importância do <i>disclosure</i> no mercado de capitais	49
2.5 <i>Value relevance</i> do <i>disclosure</i> da informação contábil	51
2.6 Estudos abordando o tema <i>value relevance</i> e o nível de <i>disclosure</i>	55
2.7 Estudos abordando o tema <i>value relevance</i> no Brasil	58
2.8 Estudos abordando o tema <i>value relevance</i> do <i>goodwill</i>	61
2.9 Estudos abordando o tema <i>goodwill</i> no contexto brasileiro	66
3 METODOLOGIA	69
3.1 Delineamento da pesquisa	69
3.2 Levantamento da amostra	70
3.3 Construção da métrica e obtenção do nível de <i>disclosure</i>	73
3.4 Apresentação das variáveis utilizadas	76
3.4.1 Preço da ação (P) - variável dependente	76
3.4.2 Nível de <i>disclosure</i> da combinação de negócios - variável explicativa	78
3.4.3 <i>Goodwill</i> reconhecido na combinação de negócios - variável explicativa	79
3.4.4 Intangíveis identificáveis reconhecidos - variável explicativa	80
3.4.5 Patrimônio líquido - variável explicativa	81
3.4.6 Resultado do exercício anual (Result) - variável explicativa	81
3.4.7 Resumo das variáveis utilizadas nesta pesquisa	82
3.5 Técnicas estatísticas utilizadas	83
3.5.1 Análise de correspondência (ANACOR)	83
3.5.2 Modelo de Regressão	86
3.6 Delimitações da Pesquisa	87
3.7 Limitações da Pesquisa	88
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	90
4.1 <i>Disclosure</i> das combinações de negócios na amostra de pesquisa	90
4.1.1 Evidenciação do valor justo e do valor contábil dos ativos e passivos	90

4.1.2 Evidenciação das premissas relacionadas à obtenção do valor justo	94
4.1.3 Reconhecimento de <i>goodwill</i> e de ganho proveniente de compra vantajosa....	96
4.1.4 Valor do <i>goodwill</i> reconhecido em relação à contraprestação	97
4.1.5 Intangíveis identificáveis reconhecidos nas combinações de negócios.....	102
4.1.6 Evidenciação dos fatores que compõem o <i>goodwill</i> reconhecido	111
4.1.7 Denominação atribuída ao <i>goodwill</i>	114
4.1.8 Contribuição da adquirida no resultado consolidado	117
4.1.9 Estatística descritiva dos índices de <i>disclosure</i>	119
4.2 Análise de Correspondência (ANACOR)	119
4.2.1 Nível de <i>disclosure</i> x ano em que foi realizada a combinação de negócios....	119
4.2.2 Nível de <i>disclosure</i> x setor de atuação da adquirente	120
4.2.3 Preço da ação x nível de <i>disclosure</i>	121
4.2.4 Preço da ação x <i>goodwill</i>	123
4.2.5 Preço da ação x intangível identificável.....	124
4.2.6 Preço da ação x patrimônio líquido.....	124
4.2.7 Preço da ação x resultado do exercício	126
4.3 <i>Value relevance</i> do <i>disclosure</i> das combinações de negócios e do <i>goodwill</i>	127
4.3.1 Resultados da primeira abordagem	127
4.3.2 Resultados da segunda abordagem	132
4.3.3 Resultados da terceira abordagem.....	135
4.3.4 Comparação dos resultados encontrados nas três abordagens analisadas	138
5 CONCLUSÕES.....	140
REFERÊNCIAS.....	144
APÊNDICES	160

1 INTRODUÇÃO

Em um ambiente econômico vulnerável, uma das alternativas que as empresas utilizam visando se fortalecer são as combinações de negócios (MORTENSEN, 1994; CHI; TANG, 2007). São exemplos de combinações de negócios (reorganizações societárias): as incorporações, fusões e aquisições.

A notícia a seguir, publicada no dia 07 de março de 2014 no Jornal Valor Econômico, se refere à fusão da empresa TAM com a chilena LAN:

Erros na contabilização de passagens mudaram completamente o retrato financeiro da TAM em 2012. Na reapresentação das demonstrações financeiras daquele ano, o patrimônio líquido ficou negativo em R\$ 901 milhões. No balanço original, era positivo em R\$ 532 milhões. O problema ocorreu no modo como eram reconhecidas as receitas com passagens antecipadas – emitidas e ainda não utilizadas – que geraram um ajuste negativo de R\$ 1,1 bilhão. A diferença foi coberta com aporte da Latam (empresa resultante da fusão com a chilena LAN) no valor de R\$ 3,5 bilhões. Segundo apurou o valor, com isso o patrimônio líquido da TAM de 2013 ficará positivo em R\$ 1,1 bilhão (OLIVEIRA; VIRI, 2014).

Dois assuntos emergem na notícia acima: o primeiro diz respeito à importância do *disclosure* relacionado às políticas contábeis adotadas pelas empresas. O segundo compete à importância que as combinações de negócios vêm assumindo na economia brasileira.

Em relação ao nível de *disclosure*, três conceitos são usualmente utilizados para representar sua essência: divulgação adequada, justa e completa (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2009). Neste trabalho, as palavras *disclosure*, evidenciação e divulgação são utilizadas como sinônimas.

Tratando dos aspectos contábeis das combinações de negócios, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) emitiu o pronunciamento contábil CPC-15 (2009), relacionado à norma internacional *International Financial Reporting Standards* nº 3 (IFRS 3)

do *International Accounting Standards Boards* (IASB). A versão atual do referido pronunciamento contábil é o CPC-15 R1 (2011).

De acordo com a referida norma contábil brasileira, sua finalidade é aprimorar a relevância, a confiabilidade e a comparabilidade das informações que a entidade divulga em suas demonstrações contábeis referentes às combinações de negócios e sobre seus efeitos (CPC-15 R1, 2011).

Contudo, os cálculos e a contabilização das informações relativas às combinações de negócios com base nas normas IFRS envolvem uma série de pressupostos e ênfase no uso do valor justo (*fair value*), o que torna tais operações complexas (MARIO *et al.*; 2011; BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014).

Apesar dos esforços do IASB, a norma IFRS 3 ainda constitui uma das questões mais complexas nos países que adotaram as normas internacionais (MARIO, *et al.*, 2011), como é o caso do Brasil.

Nesse contexto, ainda existem dificuldades enfrentadas por órgãos normatizadores na definição dos padrões, bem como pelos pesquisadores no sentido de fornecer evidências empíricas sobre o *disclosure* obrigatório pertinente às normas de contabilidade (SCHIPPER, 2007).

Talvez pelo motivo de não existir uma teoria ampla versando sobre o *disclosure* obrigatório, várias questões ainda precisam ser estudadas no que diz respeito a como divulgar as informações obrigatórias e como o usuário vê essa divulgação realizada (SCHIPPER, 2007).

A maioria dos trabalhos sobre *disclosure* é proveniente de países com modelo contábil anglo-saxão e tratam do *disclosure* voluntário, ainda existem poucas pesquisas abordando o *disclosure* obrigatório em mercados menos desenvolvidos (SCHIPPER, 2007; HASSAN *et al.*, 2009; BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014).

No Brasil, diante do desafio que a norma que trata de combinações de negócios apresenta no contexto de convergência aos padrões do IASB, estudos tratando do *disclosure* obrigatório pertinente a IFRS 3 ganham relevância.

O *disclosure* das informações sobre as combinações de negócios exerce um papel importante no sentido de fornecer aos usuários os detalhes pertinentes às políticas contábeis adotadas e aos valores atinentes às transações realizadas (SHALEV, 2009).

O respaldo teórico para pesquisas abordando o *disclosure* obrigatório pode ser encontrado na teoria da agência. Explanada por

Jensen e Meckling (1976), ela expõe que o gerenciamento de resultados pode ser utilizado em decorrência de conflitos de interesses em que aquele que detém o controle na empresa (agente) pode gerenciar suas decisões, visando demonstrar uma situação condizente com seus propósitos e ambições, em detrimento aos demais interessados nos retornos da empresa, mas que não participam dos processos decisórios.

Nesse ambiente, a divulgação contábil desempenha um papel essencial na redução da assimetria informacional no contexto da teoria da agência (KLANN; BEUREN; HEIN, 2015). A ideia subjacente é que as empresas que realizam melhores níveis de *disclosure*, nas demonstrações contábeis e notas explicativas, estão contribuindo com a transparência da sua situação econômica e financeira, reduzindo a assimetria de informação entre aqueles que tomam as decisões e aqueles que podem ser afetados por tais decisões.

Em adição, outro ponto destacado por Schipper (2007) é a maneira como o usuário das demonstrações contábeis vê o *disclosure* realizado pelas empresas. Nessa linha de estudos inserem-se os trabalhos sobre *value relevance*.

As pesquisas sobre *value relevance* buscam avaliar a relevância das informações contábeis por meio do seu reflexo no preço das ações (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; BEAVER, 2002; BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014; TSALAVOUTAS; DIONYSIOU, 2014).

No Brasil, a expressão inglesa '*value relevance*' é entendida como a extensão do impacto que determinada informação contábil produz no preço das ações da empresa (RAMOS; LUSTOSA, 2013). Dessa maneira, a questão primária dos estudos sobre *value relevante* é conhecer se o conteúdo das demonstrações contábeis é relevante para os investidores (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; BEAVER, 2002; LOPES, 2002a; BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014; TSALAVOUTAS; DIONYSIOU, 2014).

Como o nível de *disclosure* pode ser transformado em uma variável numérica, alguns estudos avaliaram a relação entre o *value relevance* e o nível de *disclosure* das informações contábeis. Em se tratando do *disclosure* voluntário, como exemplos, podem-se mencionar: Alfaraiah e Alanezi (2011); Al-akra e Ali (2012); e Uyar e Kılıc (2012). Abordando o *disclosure* obrigatório, como exemplos: Davis-Friday *et al.* (1999); Hassan e Mohd-Saleh (2010); Bokpin (2013); e Tsalavoutas; Dionysiou (2014). Abrangendo tanto o *disclosure* obrigatório como o voluntário, tem-se a pesquisa de Hassan *et al.*

(2009). Os resultados dos trabalhos mencionados divergem dependendo o país de realização.

Considerando a lacuna existente relacionada aos estudos envolvendo o *disclosure* obrigatório (SCHIPPER, 2007), a complexidade relacionada à norma IFRS 3 que trata de combinações de negócios (MARIO *et al.*; 2011; BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014) e a importância do *disclosure* na redução da assimetria informacional (LEUZ; VERRECCHIA, 2000; VERRECCHIA, 2001; PATEL; BALIC; BWAKIRA, 2002; KLANN; BEUREN; HEIN, 2015), a presente pesquisa pretende contribuir abordando o *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios no mercado emergente brasileiro.

Além disso, em se tratando de combinações de negócios, outro tema importante é o ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) reconhecido nessas transações (NAKAYAMA; SALOTTI, 2014).

O *goodwill* é um ativo cujo tratamento contábil atribuído pelas normas IFRS é considerado complexo, sendo alvo de vários questionamentos acerca da subjetividade em torno do seu reconhecimento nas combinações de negócios e posteriores testes no valor recuperável - *impairment test* (BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014).

Como as normas IFRS determinam a utilização do valor justo na contabilização e tratamento contábil subsequente do *goodwill*, as críticas dos pesquisadores centram-se na subjetividade existente que abre espaço para as escolhas contábeis de gestão e, conseqüentemente, para o gerenciamento de resultados (HAYN; HUGHES, 2006; PETERSEN; PLENBORG, 2010; DETZEN; ZÜLCH, 2012; BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014).

No Brasil, Nakayama (2012) verificou que em 2010 a média percentual do valor do *goodwill* adquirido nas combinações de negócios representou 53,16% do valor da contraprestação.

Em um levantamento realizado no ano de 2012 pela *American Appraisal* (empresa especialista em avaliação de ativos e negócios), relativo aos anos de 2010 e 2011, apresentado por meio de um trabalho intitulado de “*Global M&A Valuation Outlook*”, foi divulgado que, em alguns setores, o valor do *goodwill* chega a atingir mais de 40% do valor pago na combinação de negócios.

Alguns estudos exploraram a relevância do *goodwill* gerado nas combinações de negócios. Como exemplos: Jennings *et al.* (1996);

Henning, Lewis e Shaw (2000) e Baboukardos e Rimmel (2014). Outras pesquisas investigaram o *value relevance* do *goodwill* total (acumulado de vários anos) apresentado no Balanço Patrimonial, nesses tipos de trabalhos, os autores abordaram a relevância do ativo intangível e englobaram o *goodwill* visando avaliar sua relevância. Como exemplos: Godfrey e Koh (2001); Dahmash, Durand e Watson (2009) e Oliveira, Rodrigues e Craig (2010). Os resultados dos trabalhos mencionados demonstraram uma relação positiva entre o valor do *goodwill* e o preço da ação.

Amir, Harris e Venuti (1993), apesar de não terem tratado especificamente do *goodwill*, destacaram que além das variáveis contábeis, o *goodwill* capitalizado e a reserva de reavaliação também apresentaram *value relevance* para os investidores.

O *value relevance* relativo ao reconhecimento de perdas no valor recuperável do *goodwill* também tem sido abordado pelos pesquisadores. Como exemplos: Chen, Kohlbeck e Warfield (2008); Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009); Xu, Anandarajan e Curatola (2011); Li *et al.* (2011); AbuGhazaleh, Al-Hares e Haddad (2012). Os resultados relatam uma associação negativa entre o reconhecimento de perdas no valor recuperável (*impairment loss*) do *goodwill* e o preço da ação.

Visando analisar as combinações de negócios e o *goodwill* reconhecido no cenário brasileiro, a intenção desta tese é fornecer evidências sobre a maneira que as empresas estão evidenciando as informações concernentes as suas combinações de negócios, bem como demonstrar se o nível de *disclosure* realizado e o *goodwill* reconhecido são significativos estatisticamente para explicar o preço da ação.

Diante do exposto, formulou-se a seguinte questão de pesquisa:

Qual o *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios e do *goodwill* reconhecido nas empresas brasileiras?

O tema do presente estudo contempla a relação entre o preço da ação, o nível de *disclosure* relativo às combinações de negócios e o *goodwill* reconhecido nas referidas transações concretizadas.

Com fundamento na teoria da agência exposta por Jensen e Meckling (1976), considerando que, dentro desse contexto, o *disclosure* contribui na redução da assimetria informacional (KLANN, BEUREN e HEIN, 2015), esta tese defende que existe uma relação significativa e positiva entre o nível de *disclosure* e o preço das ações (DAVIS-FRIDAY *et al.*, 1999; HASSAN *et al.*, 2009; HASSAN; MOHD-SALEH, 2010; ALFARAIH; ALANEZI, 2011; VAFAEI; TAYLOR;

AHMED, 2011; AL-AKRA; ALI, 2012; UYAR; KILIC, 2012; BOKPIN, 2013; KARAMI; HAJIAZIMI, 2013; SHAMKI; RAHMAN, 2013). No caso desta pesquisa, o foco do *disclosure* é o obrigatório (proveniente das normas de contabilidade) e pertinente às combinações de negócios realizadas pelas empresas brasileiras.

Além disso, espera-se que o *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios seja relacionado positivamente com o preço da ação (JENNINGS *et al.*, 1996; HENNING; LEWIS; SHAW, 2000; CAZAVAN-JENY, 2011) das empresas brasileiras.

Visando responder ao problema de pesquisa, foram formuladas duas hipóteses que estão fundamentadas no referencial teórico deste trabalho.

H1: Há uma relação positiva entre o nível de *disclosure* das combinações de negócios de empresas brasileiras e o preço das suas ações.

H2: O valor do *goodwill* reconhecido pelas empresas brasileiras nas combinações de negócios é um fator significativo nas avaliações dos investidores acerca do preço da ação.

1.1 OBJETIVOS

1.1.1 Objetivo Geral da Pesquisa

O objetivo do presente estudo é verificar o *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios e do *goodwill* reconhecido nas empresas brasileiras.

1.1.2 Objetivos Específicos

- ✓ Medir o nível de *disclosure* das informações sobre as combinações de negócios realizadas pelas empresas de capital aberto brasileiras;
- ✓ Verificar se o valor do *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios das empresas brasileiras possui valor significativo em relação à contraprestação;

- ✓ Analisar se existe relação entre as variáveis: nível de *disclosure* das combinações de negócios, valor do *goodwill* reconhecido e preço da ação.

1.2 Justificativa

Crises financeiras internacionais e grandes escândalos corporativos, muitas vezes, são motivadores de reformas nas normas de contabilidade promovendo maiores exigências de divulgação. Nesse ambiente, vários países ao redor do mundo têm adotado as normas internacionais do IASB, visando alcançar a convergência aos padrões internacionais de contabilidade (LEUZ; WYSOCKI, 2008). Um dos desafios na adoção das normas internacionais do IASB é a aplicação da norma IFRS 3, que trata de combinações de negócios (MARIO *et al.*, 2011; BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014).

Considerando que o Brasil convergiu suas normas aos padrões internacionais do IASB, estudos relacionados ao nível de *disclosure* obrigatório, bem como sua relevância para o mercado, são importantes para os órgãos normatizadores brasileiros.

O Brasil mudou completamente seu padrão contábil, de um país que tinha sua contabilidade altamente influenciada pelas regras fiscais, passou a adotar uma filosofia baseada em princípios e não regras preestabelecidas (MARTINS *et al.*, 2013).

Em adição a isso, no cenário mundial, ainda existem poucos estudos que abordam a relação entre o nível de *disclosure* obrigatório e o valor da empresa (SCHIPPER, 2007; LEUZ; WYSOCKI, 2008; HASSAN *et al.*, 2009; TSALAVOUTAS; DIONYSIOU, 2014), principalmente em mercados emergentes (LEUZ; WYSOCKI, 2008; HASSAN *et al.*, 2009).

No que tange às combinações de negócios, Nakayama e Salotti (2014) relataram em sua pesquisa um baixo nível de *disclosure* do CPC-15 por parte das empresas brasileiras que realizaram fusões e aquisições no ano de 2010.

Em países em que o nível de divulgação é baixo, existe espaço para estudos visando verificar as consequências de um melhor nível de divulgação (LEUZ; VERRECCHIA, 2000). Lee (1987), Patel, Balic e Bwakira (2002), Hassan *et al.* (2009) e Hassan e Mohd-Saleh (2010) verificaram que em países emergentes normalmente as empresas não divulgam todos os itens exigidos pelas normas de contabilidade.

Este trabalho fornece evidências sobre a forma que as companhias brasileiras estão divulgando as informações atinentes às suas combinações de negócios, além de demonstrar se o nível de *disclosure* realizado e o *goodwill* reconhecido são significativos estatisticamente para explicar o preço das ações.

O tema é relevante tendo em vista que as combinações de negócios podem gerar grandes impactos na economia de um país (SHALEV, 2009), nessa perspectiva, estudos abordando o nível de *disclosure* destas transações nas demonstrações contábeis e notas explicativas desempenham papel importante.

1.2.1 Contribuição da pesquisa

A literatura sugere que o nível de divulgação obrigatória em países emergentes é inferior ao nível de *disclosure* em países desenvolvidos (LEE, 1987; PATEL; BALIC; BWAKIRA, (2002); HASSAN *et al.* 2009; HASSAN; MOHD-SALEH, 2010).

As deficiências no nível de *disclosure* obrigatório contribuem com a existência de assimetria informacional no mercado (PATEL; BALIC; BWAKIRA, 2002). No Brasil, Nakayama e Salotti (2014) demonstraram o baixo nível de *disclosure* obrigatório pertinente à norma CPC-15, que trata de combinações de negócios, analisando sua aplicação no ano de 2010.

Num contexto global, existe falta de evidências empíricas diretas abordando o nível de *disclosure* obrigatório e o *value relevance* em países emergentes (KANG; PANG, 2005; LEUZ; WYSOCKI, 2008; HASSAN *et al.*, 2009; TSALAVOUTAS; DIONYSIOU, 2014).

Os resultados das investigações envolvendo o *value relevance* são de interesse para um público amplo, abrangendo: analistas financeiros, órgãos reguladores e agentes de governança corporativa (LOPES, 2002b).

Uma das contribuições desta pesquisa está em fornecer evidências se o investidor brasileiro atribui *value relevance* para as empresas que realizam um maior nível de *disclosure* atinente às operações de combinações de negócios.

Em relação ao nível de *disclosure*, Leuz e Wysocki (2008) aduzem que os pesquisadores precisam buscar melhorar as *proxies* existentes para capturar o índice de *disclosure* de maneira mais ampla.

Nessa perspectiva, a métrica elaborada nesta pesquisa para obter a *proxy* para medição do nível de *disclosure* das empresas também

constitui uma contribuição. A partir das exigências de divulgação do CPC-15 R1 (2011), foi realizada a abertura de itens de informações visando seu detalhamento (conforme está explicado no capítulo de metodologia).

Outra contribuição desta tese está em fornecer respostas se o *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios possui *value relevance* no mercado brasileiro. O referido ativo é reconhecido por muitas empresas brasileiras no momento em que realizam uma combinação de negócios. Entretanto, uma das questões que versa em torno do *goodwill* é se o mesmo possui relevância para os investidores.

No Brasil, a tese de doutorado do professor Eliseu Martins (1972) foi um marco teórico abordando o tema *goodwill*. A dificuldade conceitual e subjetividade acerca do *goodwill* apontada por Martins em 1972 ainda persiste nos dias atuais, a exemplo de Martins *et al.* (2010).

As dúvidas acerca do *goodwill* ocorrem não somente em âmbito brasileiro, mas também em outros países. Um grupo de pesquisadores apontou a possibilidade de gerenciamento de resultados, como, Beatty e Weber (2006); Hayn e Hugues (2006); Petersen e Plenborg (2010); Carlin e Finch (2011); Jordan e Clark (2011).

Diante dessa realidade, a presente pesquisa apresenta evidências empíricas de como as empresas brasileiras estão evidenciando contabilmente o *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios, e se o mesmo é relevante para os investidores. E demonstra o nível de *disclosure* das combinações de negócios em que este ativo foi reconhecido, analisando se este índice de transparência é relevante para os investidores.

1.2.2 Ineditismo

Estudos envolvendo o mercado de capitais brasileiro se apresentam oportunos. Salazar (2007) encontrou evidências que o mercado da Bolsa de Valores de São Paulo se apresenta muito atrativo, tanto para investidores diversificados locais quanto para os internacionais.

Entretanto, pesquisas abordando o *value relevance* ainda são pouco exploradas no Brasil, em comparação com outros países, em especial os países em que o mercado de capitais é desenvolvido, onde existe um número representativo de estudos nessa área (LOPES, 2002b; MARTINS; MACHADO; CALLADO, 2014).

Não existem estudos no Brasil que verificaram o *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios realizadas pelas empresas brasileiras.

Esta pesquisa permite conhecer um pouco da percepção dos investidores brasileiros acerca das empresas que realizam maiores níveis de *disclosure* atinentes às combinações de negócios realizadas durante o exercício social, bem como esclarecer aspectos relativos à relevância do *goodwill* reconhecido nessas operações.

O estudo também demonstra a maneira como o *goodwill* está sendo reconhecido no momento da combinação de negócios, evidenciando os fatores que as empresas brasileiras atribuem a esse ativo, considerado subjetivo pela literatura. Baboukardos e Rimmel (2014) salientam que há uma dificuldade na aplicação da norma IFRS 3, que é centrada fortemente na utilização do valor justo.

Além disso, a pesquisa também relata as dificuldades encontradas na divulgação das informações relativas ao reconhecimento do *goodwill* e dos intangíveis identificáveis, ajudando a compreender um pouco da realidade brasileira diante de um contexto de convergência aos padrões internacionais de contabilidade.

1.3 Estrutura do Trabalho

O trabalho contempla no segundo capítulo o referencial teórico que visa dar suporte ao estudo realizado, nessa perspectiva, ele está formado pelos seguintes tópicos: Combinações de negócios; O ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*); Tratamento tributário *goodwill*; O ganho por compra vantajosa; Tratamento contábil do *goodwill* após o seu reconhecimento na contabilidade; A utilização do valor justo (*fair value*); Conflitos de agência; A importância do *disclosure* no mercado de capitais; *Value relevance* do *disclosure* da informação contábil; Estudos abordando o tema *value relevance* do *goodwill*; Estudos abordando o tema *goodwill* no contexto brasileiro; Estudos abordando o tema *value relevance* do nível de *disclosure*; e Estudos abordando o tema *value relevance* no Brasil.

No terceiro capítulo estão apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para o alcance dos objetivos desta pesquisa.

O quarto capítulo contempla a descrição e análise dos resultados. Nesta etapa da pesquisa, primeiramente estão expostas as análises qualitativas dos dados e posteriormente os resultados das análises estatísticas.

No quinto capítulo estão tecidas as conclusões, bem como as sugestões para trabalhos futuros.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo está apresentada a fundamentação teórica que dá suporte a presente pesquisa e fornece sustento para as duas hipóteses levantadas neste trabalho.

2.1 Combinações de negócios

Combinação de negócios é uma operação na qual um adquirente obtém o controle de um ou mais negócios independente da existência de contraprestação. Nos casos em que há uma contraprestação em troca do controle, ela pode ser por meio de pagamento ou promessa de pagamento em dinheiro ou ações. Por outro lado, nas situações em que não existe contraprestação a cumprir por parte do adquirente, a transação é realizada por meio unicamente contratual (BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014). São exemplos de combinações de negócios: as fusões, incorporações e aquisições realizadas entre empresas.

O constante surgimento de novos mercados externos e a rapidez com que eles sofrem mutações tornam as fusões e aquisições de empresas, muitas vezes, o meio mais rápido e eficiente para se chegar a mercados mais desenvolvidos (GODOY; SANTOS, 2006). Isso pode ter relação com o fato de que adquirir uma empresa em andamento, permite entrar num mercado com uma linha já desenvolvida, sendo essa uma estratégia de crescimento da adquirente (FOGG, 1976).

A pesquisa de Healy, Palepu e Ruback (1992) analisou o desempenho pós-combinação das 50 maiores fusões e incorporações ocorridas nos Estados Unidos no período de 1979-1984 e demonstrou melhorias no desempenho das empresas. Os autores relataram maiores índices de produtividade e aumentos nos retornos de fluxo de caixa operacional no período após a respectiva combinação de negócios.

Considerando a importância que as combinações de negócios representam para o meio econômico e social, os órgãos normatizadores se empenham no desenvolvimento de normas de contabilidade que possam refletir a realidade econômica dessas transações. Nesse intento, o IASB possui a norma IFRS 3 tratando dessas transações. O Brasil também adota essa norma por meio do CPC-15 R1 (correlacionada à norma do IASB IFRS 3).

Contudo, a norma IFRS 3 é considerada uma das mais complexas do IASB (BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014). A

complexidade começa pelo método de aquisição que exige a utilização do valor justo (*fair value*) na mensuração dos ativos e passivos da adquirida (DORATA; ZALDIVAR, 2010; MARIO *et al.*, 2011; BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014), determinando também que os intangíveis identificáveis, passivos adquiridos, *goodwill* ou ganho por compra vantajosa sejam reconhecidos na data de aquisição.

Em todos os casos de combinações de negócios é necessário identificar a figura do controlador, ou seja, uma das partes envolvidas na operação deverá ser identificada como o adquirente (aquele que adquiriu o controle na combinação de negócios realizada). A referida norma do IASB (no Brasil CPC-15 R1) determina que o adquirente utilize o método de aquisição para contabilizar os fatos relativos à combinação de negócios realizada.

Pelo método de aquisição, o adquirente deverá realizar a avaliação do valor justo dos ativos e passivos da empresa adquirida na data de aquisição (data em que o controle da adquirida foi transferido para a adquirente). Essa análise possibilitará ao adquirente apurar a diferença entre o valor justo e o valor contábil dos ativos e passivos adquiridos.

Nesse contexto, uma das preocupações a respeito da utilização do método de aquisição nas combinações de negócios é a subjetividade inerente à avaliação do valor justo (*fair value*) dos ativos e passivos assumidos na data de fechamento do negócio (DORATA; ZALDIVAR, 2010; MARIO *et al.*, 2011; BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014).

Considerando a subjetividade da avaliação do valor justo, a evidenciação das informações relativas às combinações de negócios é crucial para os usuários externos (SHALEV, 2009; MARIO *et al.*, 2011; BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014). De acordo com o CPC-15 R1 (2011), o adquirente deve divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis avaliarem a natureza e os efeitos financeiros das combinações de negócios.

O referido pronunciamento contábil do CPC ainda complementa com a seguinte orientação: se as divulgações exigidas por este e outros pronunciamentos, interpretações e orientações do CPC não forem suficientes para cumprir os objetivos estabelecidos nos itens 59 e 61, o adquirente deve divulgar toda e qualquer informação adicional necessária para que esses objetivos sejam cumpridos.

Partindo das premissas que: i) em países emergentes as empresas normalmente possuem baixo nível de *disclosure* de caráter obrigatório (BWAKIRA, 2002; HASSAN *et al.*, 2009; PATEL;

BALIC), ii) as boas práticas de divulgação geram uma boa reputação no mercado (BUSHEE; LEUZ, 2005), e, iii) o aumento de produtividade proveniente da sinergia proporcionada pela união dos ativos em uma combinações de negócios gera aumento nas expectativas de benefícios econômicos futuros no mercado (HEALY; PALEPU; RUBACK, 1992; GITMAN, 2010), assim, é possível fundamentar a primeira hipótese desta pesquisa:

H1: Há uma relação positiva entre o nível de *disclosure* das combinações de negócios de empresas brasileiras e o preço das suas ações.

Shalev (2009) ressalta que a magnitude dos impactos que as combinações de negócios podem causar na economia de um país faz com que seu adequado *disclosure* nos relatórios contábeis seja relevante para o mercado.

Espera-se que o nível de evidenciação sobre a combinação de negócios esteja refletido nos preços das ações, de maneira que as empresas com maiores níveis de *disclosure* possuam, em média, maiores preços das ações e as empresas com menores níveis de divulgação, em média, possuam os menores preços das ações.

A relevância é uma das características qualitativas fundamentais emanadas pela Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro (correlacionada com a estrutura conceitual do IASB denominado de *The Conceptual Framework for Financial Reporting*).

De acordo com a Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro (2011), uma informação considerada relevante “é aquela capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários”.

Dentro dessa concepção, espera-se que os investidores percebam positivamente as empresas que realizam um melhor nível de divulgação acerca das suas combinações de negócios.

A ideia subjacente é: partindo do pressuposto que as informações sobre combinações de negócios possuem impacto no mercado, os investidores serão influenciados pelo nível de *disclosure* no momento de atribuir preço às ações.

2.1.1 O ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*)

No ambiente em que são realizadas as combinações de negócios, os ativos intangíveis são cada vez mais recursos econômicos importantes adquiridos e representam uma parcela significativa em muitas destas transações (CHEN; KOHLBECK; WARFIELD, 2008; DETZEN; ZÜLCH, 2012), um dos ativos incluído neste escopo é o *goodwill*.

O *goodwill* é um dos integrantes dos ativos intangíveis e, como tal, vem sendo o centro de muitas pesquisas dada a sua complexidade, importância e discordância entre os pesquisadores do assunto (ANTUNES, 2000).

Envolvendo o *goodwill*, notícia publicada no Jornal Valor Econômico em 19/02/2009 discorreu que:

A alteração na legislação contábil brasileira gerou uma distorção em relação à análise do resultado da Vale ao longo do ano passado, caso que deverá se repetir com outras empresas. Ocorre que a soma dos lucros trimestrais não confere com o resultado líquido divulgado para o exercício de 2008. Até setembro do ano passado, o lucro acumulado pela Vale era de R\$ 19,259 bilhões. No quarto trimestre, a mineradora reportou ganho líquido de R\$ 10,499 bilhões, o que gera uma soma de R\$ 29,708 bilhões. No entanto, o lucro publicado pela Vale para o ano passado fechado foi de R\$ 21,279 bilhões. A diferença ocorre porque a companhia aplicou as mudanças contábeis previstas na Lei 11.638 e nas regulamentações posteriores da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) somente para o balanço do exercício fechado, conforme permite a legislação. Segundo a Vale, dois itens da nova regra contábil tiveram forte impacto no resultado líquido. O primeiro deles refere-se à prática do teste de impairment, que antes não era feito no Brasil. Um ativo particularmente vulnerável neste tipo de teste é o ágio pago em aquisições, conhecido como *goodwill*, que tem como base a expectativa de lucros futuros de uma empresa comprada (TORRES, 2009).

É possível notar que a complexidade em torno do *goodwill* gera dúvidas na mídia que atribuiu a esse ativo a razão da inconsistência verificada entre o lucro anual e as somas dos lucros trimestrais da empresa Vale. Além disso, foi utilizada a palavra ágio como sinônima de *goodwill*, confusão conceitual que também será discutida neste tópico.

Pela norma IFRS 3 do IASB, o tratamento contábil do *goodwill* é altamente influenciado pelo valor justo, tanto no seu reconhecimento inicial, como nos posteriores testes no valor recuperável (*impairment test*), sendo alvo de muitas críticas acerca de sua complexidade, subjetividade (BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014) e possibilidade de gerenciamento contábil (BEATTY; WEBER, 2006; HAYN; HUGHES, 2006; CARLIN; FINCH, 2010; JAHMANI; DOWLING; TORRES, 2010; LI *et al.*, 2011; DETZEN; ZÜLCH, 2012; RAMANNA; WATTS, 2012).

Os estudos acerca da identidade subjetiva do *goodwill* remontam de longa data, essas discussões incluem o conceito e a maneira de contabilização desse ativo, que é tido pela literatura como o mais complexo dos intangíveis, por ser composto por inúmeros elementos não definidos claramente de maneira individual (OWENS, 1923; MARTINS, 1972).

Apesar de já terem se passado vários anos desde Owens (1923) e Martins (1972), a subjetividade em torno do *goodwill*, inclusive após a norma IFRS 3, continua sendo uma questão bastante debatida pela academia. Uma das evidências a respeito dessa assertiva está apresentada no trabalho de Cooper (2007), que relata o debate acerca do tratamento contábil do *goodwill* no Reino Unido. A pesquisadora ressalta que a questão é controversa e não se obteve um consenso a respeito do melhor tratamento contábil para este ativo.

Outro ponto questionado sobre o *goodwill* é o seu conceito. De acordo com Owens (1923), uma das definições mais antigas de *goodwill* é a do Senhor Elton, fornecida em um bar na Inglaterra, há centenas de anos atrás. O senhor Elton definiu o *goodwill* como a probabilidade de os clientes retornarem ao lugar. O conceito do senhor Elton não esclarece muito em termos objetivos, mas remete a ideia de expectativa de fidelidade dos clientes, o que é coerente com a expectativa de rentabilidade futura que o *goodwill* representa. Mas o fato é que o conceito do Senhor Elton restringe muito o *goodwill*, considerando que ele não representa apenas a expectativa em relação aos clientes.

Martins (1972) salienta que alguns autores utilizam a expressão “fundo de comércio” como sinônima de *goodwill*. Contudo, o autor alerta que o *goodwill* não se restringe apenas a representar um fundo de comércio, sendo mais amplo, até porque nem sempre o *goodwill* diz respeito a uma atividade envolvendo comércio.

Apesar da dificuldade de definir um conceito, Owens (1923) afirma que não se pode negar que o *goodwill* é um ativo e está presente no Balanço Patrimonial de muitas empresas. O autor também pontua que uma característica peculiar do *goodwill* é que ele é inseparável do negócio, ou seja, ele não pode ser vendido separadamente, somente juntamente com o negócio em que ele foi gerado.

Esta observação de Owens (1923) é verídica até nos dias atuais, inclusive as próprias normas de contabilidade ressaltam essa característica do *goodwill* de inseparabilidade, de maneira que este ativo não pode ser vendido separadamente do negócio ao qual ele é vinculado. Martins (1972) também destacou essa peculiaridade do *goodwill*.

A tese desenvolvida pelo professor Eliseu Martins sobre o tema *goodwill* foi um marco teórico no Brasil. Martins (1972) expõe, com base nas referências constantes no trabalho de Bryan V. Carsbers publicado em 1966, que o primeiro trabalho sistemático abordando o *goodwill* como tema central parece ter sido em 1891 por Francis More.

Martins (1972) relata que, na época, alguns contadores, inclusive Francis More, haviam realizado uma pesquisa bibliográfica abordando o tema *goodwill*, não tendo levantado quase nada a respeito, as poucas publicações encontradas eram de cunho legal. Segundo o autor, a palavra *goodwill* parece ter sido utilizada pela primeira vez em 1571.

A discussão em torno do conceito de *goodwill* existe há muitos anos, o único consenso percebido na maioria dos trabalhos é o aceite da condição deste ativo como um intangível com peculiaridades próprias. Todavia, alguns autores não aceitam o *goodwill* como um ativo. Por exemplo, Fonseca (2009) argumenta que não faz sentido reconhecer um ativo o qual não se pode identificar.

Com o passar dos anos, os órgãos normatizadores foram adotando conceitos e métodos de mensuração e reconhecimento do *goodwill*, visando representar de maneira fidedigna a realidade econômica proveniente de seu reconhecimento. Apesar disso, Martins *et al.* (2010) apontam em sua pesquisa a existência de erros encontrados em trabalhos publicados no Brasil e exterior, incluindo teses e

dissertações, acerca do conceito de *goodwill*. O Quadro 1 demonstra as principais inconsistências encontradas pelos autores.

Quadro 1 - Erros conceituais do *goodwill* encontrados por Martins *et al.* (2010)

Tipos de Divergência	
I	Diferença entre o PL a valor contábil e PL a valores de mercado
II	Diferença entre PL a valor contábil e o valor pago
III	Diferença entre valor pago e valor da empresa
IV	Diferença entre PL a valor contábil e o valor da empresa
V	Excesso do valor pago (omissão quanto a que se refere)
VI	Diferença entre o PL ao custo de reposição e o valor pago

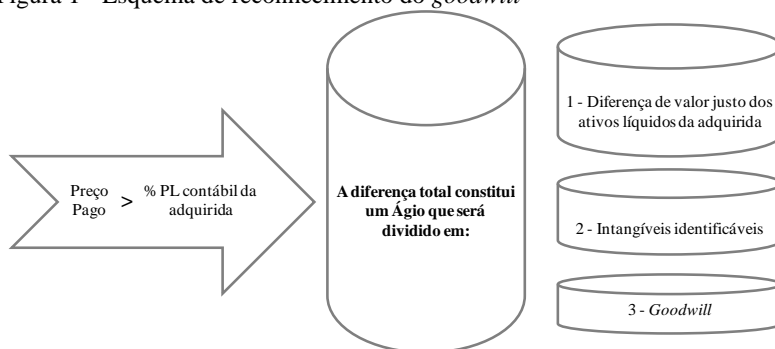
Fonte: Martins *et al.* (2010, p. 17)

A orientação do CPC-15 R1 e IFRS 3 é que o adquirente deve reconhecer o *goodwill*, na data de aquisição, mensurado pelo montante do preço acordado que exceder: o valor justo dos ativos líquidos (Diferença entre ativos a valor justo e passivos a valor justo) da adquirida e o valor líquido dos ativos intangíveis identificáveis adquiridos. Assim, o restante será o valor do *goodwill*.

Dito de outra maneira, em uma combinação de negócios o adquirente deve realizar a avaliação do valor justo dos ativos líquidos da adquirida (ativos e passivos a valor justo, incluindo os passivos contingentes) e também deve reconhecer os intangíveis identificáveis que antes não constavam no balanço da adquirida. A diferença entre o valor pago pela aquisição do controle, o valor dos ativos líquidos da adquirida a valor justo e o valor dos intangíveis identificáveis reconhecidos constitui o *goodwill* (SAMKIN; DEEGAN, 2010; GIULIANI; BRÄNNSTRÖM, 2011; DETZEN; ZÜLCH, 2012; MARTINS *et al.*, 2013).

Dessa maneira, a Figura 1 ilustra a processo de reconhecimento do *goodwill* em uma combinação de negócios.

Figura 1 - Esquema de reconhecimento do *goodwill*



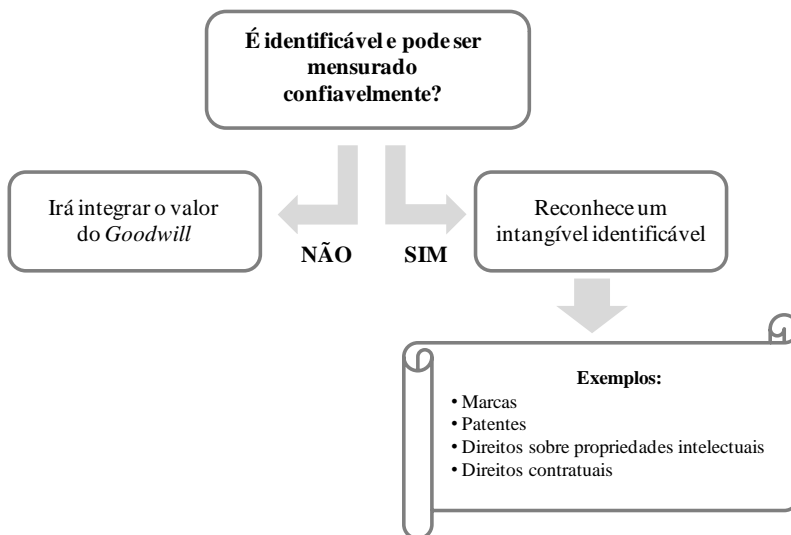
Fonte: Adaptado de Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007) e Martins *et al.* (2013)

Para alguns autores, o *goodwill* é considerado um resíduo, tendo em vista que para obter seu valor é necessário deduzir do valor da contraprestação: a) o valor dos ativos líquidos da empresa adquirida a valor justo; e; b) o valor dos ativos intangíveis identificáveis. Dessa forma, o restante constitui o *goodwill* (SAMKIN; DEEGAN, 2010; GIULIANI; BRÄNNSTRÖM, 2011; DETZEN; ZÜLCH, 2012; MARTINS *et al.*, 2013).

Em relação à divisão número 1 da Figura 1, refere-se à diferença entre o valor justo e o valor contábil dos ativos líquidos da companhia adquirida, sendo composta pela mais valia de ativos (conhecida também por ágio por diferença de valor de mercado) e pelos passivos reconhecidos. Dessa forma, antes de apurar o valor do *goodwill*, tais valores já devem estar devidamente calculados. Diante do exposto, é possível notar que ágio não é sinônimo de *goodwill*.

Na Figura 2 consta a ilustração do reconhecimento de intangíveis identificáveis e do *goodwill* em uma combinação de negócios.

Figura 2 - Reconhecimento de intangíveis na combinação de negócios



Fonte: Elaborado pela autora com base nas orientações do CPC-15 R1 e CPC-04 R1

Vale destacar que, no que tange aos passivos, a adquirente deverá avaliar a existência de passivos contingentes relativos à adquirida, caso existam e ela consiga mensurar o valor com confiabilidade, os mesmos devem ser reconhecidos. Esse procedimento emanado pelo CPC-15 R1 (2011) é uma exceção ao tratamento contábil recomendado pelo CPC-25 (2009) acerca dos passivos contingentes.

Em outras situações, que não constituam uma combinação de negócios, o CPC-25 (2009) determina que os passivos contingentes não devem ser reconhecidos na contabilidade por se tratarem de obrigações possíveis, mas ainda não confirmadas, ou por se referirem a situações em que, apesar de existir uma obrigação presente, a mesma não possa ser mensurada com razoável confiabilidade.

Já em relação às combinações de negócios, as normas do IASB consideram que o procedimento de reconhecimento dos passivos contingentes é prudente levando em consideração o prejuízo que tais passivos não registrados poderiam gerar futuramente para a adquirente (novo controlador).

Diante da complexidade em torno do *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios, o tratamento contábil deste ativo sob as

normas IFRS tem sido severamente criticado pela literatura. Uma das críticas diz respeito à excessiva utilização do valor justo (BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014).

Baboukardos e Rimmel (2014) argumentam que na combinação de negócios a adquirente deverá avaliar os valores justos dos ativos e passivos e verificar a existência de intangíveis identificáveis passíveis de reconhecimento individual. Somente depois de verificados tais valores é possível avaliar o valor do *goodwill*.

Além da subjetividade no reconhecimento inicial, o tratamento contábil posterior do *goodwill* também sofre críticas da literatura. A esse respeito, Jahmani, Dowling e Torres (2010) explanam que a abordagem de avaliações anuais no valor recuperável do *goodwill* em vez da amortização sistemática, permite uma volatilidade em relação ao resultado do exercício, já que as perdas são suscetíveis de reconhecimento em quantidades variadas. Para os autores os gerentes podem escolher o melhor momento para reconhecer as perdas por *impairment* visando uma suavização dos lucros.

Nesse contexto, a possibilidade de gerenciamento de resultados é um dos assuntos em enfoque quando se aborda o *goodwill*. Ball, Kothari e Robin (2000) discorrem que os gerentes podem variar a aplicabilidade das normas de contabilidade, e nesse contexto, a abertura existente nas normas relacionadas ao tratamento contábil do *goodwill* permitem essa flexibilidade.

Em contraponto, outra linha de pesquisas aborda o *value relevance* do *goodwill*, o trabalho pioneiro de Jennings *et al.* (1996) demonstrou evidências empíricas que os investidores utilizam as informações disponíveis associadas ao *goodwill* adquirido nas combinações de negócios, sendo estas refletidas no preço da ação.

Outros estudos, em diferentes países, relataram a relevância do *goodwill* sob diversas abordagens de pesquisa, dentre eles: Godfrey e Koh (2001); Dahmash, Durand e Watson (2009) na Austrália; Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009) no Canadá; Oliveira, Rodrigues e Craig (2010) em Portugal; Yamaji e Miki (2011) no Japão; Cazavan-Jeny (2011) na França; e; Abughazaleh, Al-Hares e Haddad (2012) que analisaram empresas no Reino Unido.

Partindo da premissa que o valor do *goodwill* reconhecido em uma combinação de negócios é significativo no momento dos investidores atribuírem preço às ações, fundamenta-se a constituição da segunda hipótese de pesquisa:

H2: O valor do *goodwill* reconhecido pelas empresas nas combinações de negócios é um fator significativo nas avaliações dos investidores acerca do preço da ação.

Condizente com a teoria que defende que um maior nível de *disclosure* reduz a assimetria de informação e, consequentemente, o risco do investidor, a pesquisa de Baboukardos e Rimmel (2014) constatou que o *goodwill* é relevante nas empresas com maiores níveis de cumprimento das exigências de divulgação constantes na norma IFRS 3.

A intenção da segunda hipótese é averiguar se o valor do *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios reflete no preço das ações das empresas brasileiras.

2.1.2 Tratamento tributário *goodwill*

A Lei nº 12.973/14 (proveniente da aprovação da MP nº 627/13) veio dispor o tratamento tributário face às mudanças contábeis ocorridas com a convergência aos padrões internacionais do IASB. Antes dessa Lei, o país estava sob o Regime Tributário de Transição, estabelecido pela Lei nº 11.941/09, o referido regime somente duraria até que fosse emitida uma Lei com disposições tributárias acerca da nova realidade contábil brasileira.

Nesse ambiente, dentre os tópicos abordados na Lei nº 12.973/14 está o tratamento tributário do *goodwill*. Contudo, ressalta-se que não é objetivo deste trabalho aprofundar-se nesta parte, apenas pontuar os principais tópicos atuais acerca desse assunto.

A referida lei alterou o art. 20 do Decreto nº 1.598/77 determinando que o preço pago pela aquisição deve ser desdobrado em: i) valor da participação no patrimônio líquido da adquirida; ii) mais ou menos valia referente a diferença de valor justo dos ativos líquidos da investida na proporção da porcentagem da participação adquirida, e o valor mencionado no item i; e; iii) ágio por rentabilidade futura (*goodwill*), que corresponde à diferença entre o custo de aquisição do investimento e o somatório dos valores de que tratam os itens i e ii.

Além disso, a Lei nº 12.973/14 ainda incluiu o seguinte parágrafo no Decreto 1.598/77:

§ 5º A aquisição de participação societária sujeita à avaliação pelo valor do patrimônio líquido exige o reconhecimento e a mensuração:

- I - primeiramente, dos ativos identificáveis adquiridos e dos passivos assumidos a valor justo;
- II - posteriormente, do ágio por rentabilidade futura (*goodwill*) ou do ganho proveniente de compra vantajosa.

Dessa forma, a legislação fiscal orienta que primeiramente deve ser realizada a avaliação dos ativos e passivos da adquirida a valor justo e nisto incluem-se os intangíveis identificáveis, que antes não estavam registrados na adquirida, e por último, o *goodwill*. Esse procedimento está em acordo com o preconizado pelas normas internacionais que o Brasil adotou.

Em relação à dedutibilidade fiscal, a Instrução Normativa nº 1.515/14, emitida pela Receita Federal, explica que a mais valia e o *goodwill* gerados em combinações de negócios entre partes independentes, poderão ser deduzidos na proporção de 1/60 avos nos casos em que ocorrer a posterior incorporação, fusão ou cisão, nesse caso da qual já existia uma relação de controle (partes dependentes), inclusive se a empresa incorporada, fusionada ou cindida for aquela que detinha a participação societária.

Um ponto interessante é que, em consonância com as normas internacionais, a nova legislação fiscal possui no seu texto os termos *goodwill* e valor justo, o que de certa forma é importante para demonstrar que o fisco, partindo de pressupostos reconhecidos conforme as normas internacionais de contabilidade, emitidas pelo IASB, dispõe como tratar tais temas fiscalmente. Percebe-se também a separação da contabilidade societária da contabilidade fiscal, esta que deverá ser mantida em controle a parte para monitorar os respectivos benefícios fiscais.

2.1.3 Tratamento do *goodwill* após o seu reconhecimento na contabilidade

Após o seu reconhecimento na contabilidade o *goodwill* fica sujeito aos testes no valor recuperável (*impairment test*) no mínimo anualmente (HAYN; HUGHES, 2006; LHAOPADCHAN, 2010). Anteriormente, no Brasil, o *goodwill* era amortizado de maneira

sistemática, mas esse procedimento foi substituído pela obrigatoriedade de testes anuais no valor recuperável.

Francis, Hanna e Vincent (1996) discorrem que a prática de amortizações sistemáticas do *goodwill* não permite a evidênciação de uma representação fidedigna do seu valor por duas razões: i) porque o valor da perda é irregular e um valor fixo de amortização dificilmente representaria fielmente esse valor, e, ii) porque esse procedimento não é preciso (objetivo) para determinar que quando o valor contábil do *goodwill* se torna inferior ao valor contábil uma perda deve ser reconhecida.

Jennings *et al.* (1996) concluíram em sua pesquisa que o reconhecimento do *goodwill* e posteriores testes no valor recuperável anuais se mostram as alternativas mais relevantes para evidenciar a situação econômica do *goodwill*.

Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009) explicam que ocorre uma perda no valor recuperável (perda por *impairment*) no *goodwill* quando os fatores que deram origem a sua constituição se tornam injustificáveis. Para AbuGhazaleh, Al-Hares e Haddad (2012), a determinação da IFRS 3 de testes anuais no valor recuperável do *goodwill* visa proporcionar uma informação mais próxima da realidade econômica.

Entretanto, apesar dos esforços do IASB, as críticas acerca da subjetividade dos testes de *impairment* no *goodwill* são expostas por vários pesquisadores da área contábil, dentre os principais estão: Francis, Hanna e Vincent (1996); Beatty e Weber (2006); Carlin e Finch (2010); Li *et al.* (2011); Ramanna e Watts (2012).

Para fins do teste de recuperabilidade do *goodwill*, a empresa deverá identificar qual Unidade Geradora de Caixa (UGC), ou grupo de Unidades Geradoras de Caixa (UGCs), se beneficiam das expectativas de rentabilidade futura referentes ao *goodwill*, para assim alocar o valor correspondente ao *goodwill* a cada UGC. Após isso, a empresa deverá avaliar o valor recuperável de cada UGC contendo *goodwill* alocado.

Esse procedimento também é alvo de muitas críticas, pois alguns pesquisadores verificaram que as empresas não evidenciam adequadamente os critérios de definição das unidades geradoras de caixa e tampouco o valor do *goodwill* alocado a cada uma delas. Sevin, Schroeder e Bhamornsiri (2007), Carlin, Finch e Khairi (2010), Petersen e Plenborg (2010) e Carlin e Finch (2011) verificaram que, na prática, as empresas não evidenciam as UGCs com base nos preceitos emanados pela norma IAS 36.

Essa situação chama atenção, pois, somente é possível avaliar o valor recuperável do *goodwill* se o analista tiver conhecimento do desempenho da unidade geradora de caixa à qual o mesmo pertence (HAYN; HUGUES, 2006).

Uma UGC compreende o menor grupo de ativos que gera fluxos de caixa independentemente dos outros ativos da empresa. Em outras palavras, refere-se a um grupo de ativos em que é possível mensurar os fluxos de caixa gerados em conjunto, e os mesmos operam em conjunto (CPC-01 R1, 2010).

Esse procedimento é adotado porque o *goodwill* não gera fluxos de caixa independentemente de outros ativos ou grupos de ativos, e frequentemente contribui para os fluxos de caixa de várias unidades geradoras de caixa (CPC-01 R1, 2010).

Outra particularidade diz respeito ao fato que para os imobilizados e intangíveis com vida útil definida, o CPC-01 R1 (2010) exige o cálculo do valor recuperável apenas se a empresa identificar fatores que sinalizem uma possível perda. Já para o *goodwill* o cálculo do valor recuperável deve ser realizado anualmente, independente de existirem evidências de perda.

Esta maior preocupação com o *goodwill* demonstra o maior rigor das normas de contabilidade em relação a esse ativo, visto que adotam uma abordagem mais conservadora ao indicar que não é necessário ter indicadores explícitos de perda para alertar que o *goodwill* talvez tenha reduzido seu valor recuperável (HAYN; HUGHES, 2006). Esse tratamento diferenciado para o *goodwill* também sugere que os próprios órgãos normatizadores possuem ciência da subjetividade inerente a este ativo.

O *goodwill* se mostra complexo tanto no reconhecimento inicial (na combinação de negócios) como no tratamento contábil subsequente, após o seu reconhecimento na contabilidade (realização dos testes de *impairment*), constituindo um desafio para as empresas, pesquisadores e órgãos normatizadores, no sentido de buscar compreender melhor sua essência e amenizar o seu caráter subjetivo.

Eliminar o caráter subjetivo do *goodwill* é uma questão difícil, talvez até impossível, visto que a natureza deste ativo já o torna naturalmente subjetivo, pois ele não é identificável. A intenção ao falar em “compreender melhor a sua essência” diz respeito a minimizar (amenizar) a subjetividade, buscando um maior detalhamento dos fatores que compõem esse ativo, bem como as razões pelas quais não

houve a possibilidade de reconhecimento de um ativo intangível de maneira individual.

2.1.4 O ganho por compra vantajosa

Verificou-se que o *goodwill* é apurado quando a adquirente paga um valor superior ao valor dos ativos líquidos da adquirida. Todavia, o contrário também pode acontecer, ou seja, uma adquirente pode pagar um valor inferior aos ativos líquidos da adquirida a valor justo, nesses casos, o CPC-15 R1 (2011) orienta que a adquirente deve registrar o ganho por compra vantajosa.

O ganho por compra vantajosa deve ser reconhecido imediatamente no resultado do exercício (CPC-15 R1, 2011). Percebe-se, então, que em uma combinação de negócios poderá ocorrer ou *goodwill* ou ganho por compra vantajosa, mas jamais acontecerão os dois simultaneamente, visto que uma adquirente pode pagar a mais ou a menos do que o valor justo dos ativos líquidos da adquirida, sendo impossível ocorrer as duas coisas ao mesmo tempo.

O referido ganho por compra vantajosa, antes era denominado no Brasil como deságio, e possuía um tratamento contábil diferente do preconizado pelo CPC-15 R1 (2011).

Anteriormente, o deságio era registrado em uma conta redutora dos investimentos no ativo e reconhecido como receita no resultado do exercício numa base sistemática. E atualmente, em consonância com a norma IFRS 3 do IASB, o ganho é reconhecido diretamente no resultado.

2.2 A utilização do valor justo (*fair value*)

Conforme já mencionado, no que tange às combinações de negócios, o CPC-15 R1 (2011) determina que os ativos e passivos da empresa adquirida devem ser avaliados a valor justo na data de aquisição. O objetivo deste tópico é discorrer um pouco a esse respeito.

A esse respeito, Dorata e Zaldivar (2010) expõem que duas preocupações que surgem nas combinações de negócios são: i) a volatilidade dos lucros e os procedimentos contábeis que as combinações de negócios geram; e; ii) a obtenção de medidas de valor justo oportunas e precisas para os ativos adquiridos e passivos assumidos na combinação de negócios.

Uma das dificuldades relativas à aplicação da norma IFRS 3 é o oportuno cálculo do valor justo dos ativos e passivos adquiridos na combinação de negócios (BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014). A esse respeito, nas cartas de comentários sobre a pós-implementação da norma IFRS 3, enviadas ao IASB (2014), um dos pontos destacados por alguns respondentes é justamente a necessidade da adequada divulgação, por parte das adquirentes, das bases e premissas que foram utilizadas para o cálculo do valor justo dos ativos e passivos da adquirida.

Em uma análise crítica, Schipper (2007) argumenta que os órgãos normatizadores elencam um conjunto de exigências de divulgação, porém, sem uma orientação conceitual e evidências empíricas, os elaboradores das demonstrações contábeis podem ser influenciados por decisões altamente subjetivas do custo benefício.

A ideia subjacente é que não basta publicar a norma, é necessário o monitoramento, acompanhamento e suporte, visando identificar os pontos positivos e as dificuldades práticas.

Conforme o pronunciamento contábil CPC-46 (2012), relacionado com a norma IFRS 13 - *Fair Value Measurement* do IASB, valor justo é o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração.

O pronunciamento CPC-46 (2012) também ressalta que:

A mensuração do valor justo destina-se a um ativo ou passivo em particular. Portanto, ao mensurar o valor justo, a entidade deve levar em consideração as características do ativo ou passivo se os participantes do mercado, ao precificar o ativo ou o passivo na data de mensuração, levarem essas características em consideração.

Assim, a norma expõe que não existe uma maneira global de cálculo do valor justo que se destine a todos os ativos e passivos, ou seja, a natureza de cada ativo e passivo deve ser respeitada no momento da mensuração.

Mas ressalta-se que a filosofia do valor justo é a mesma para todos os ativos e passivos, conforme o CPC-46 (2012), encontrar um preço de saída na data de mensuração do ponto de vista de um participante do mercado que detém o ativo ou deve o passivo.

Em outras palavras, o valor justo seria um valor aceito, em comum acordo, num mercado onde não há forçamento envolvido na transação.

Porém, é importante ressaltar que a ideia de valor justo é mais ampla do que valor de mercado. Iudícibus e Martins (2007) aduzem que “por se querer atribuir valor a um elemento patrimonial que não tenha preço de mercado, adotou-se a expressão valor justo”. Os referidos autores explicam que existem ativos que possivelmente não terão um valor de mercado, e dessa maneira outras maneiras de cálculo para obtenção do valor justo serão utilizadas, nesse contexto, as normas de contabilidade utilizaram a expressão de valor justo para englobar tais ativos que não possuem um valor de mercado.

Outro ponto interessante a ressaltar é que pelas normas do *Financial Accounting Standards Board* (FASB), o SFAS 142 e SFAS 144, o valor de uma redução no valor recuperável é obtido através da diferença entre o valor contábil e o valor justo (*fair value*) do ativo que sofreu perda. Já pelas normas do IASB, a perda é obtida pela diferença entre o valor contábil e o valor recuperável do ativo, conforme já abordado no tópico anterior (2.1.3). Nesse sentido, percebe-se que a autoridade normativa norte-americana associa o valor recuperável ao valor justo.

Em pesquisas realizadas nos Estados Unidos, em função das citadas normas do FASB, é comum ver essa associação entre o valor justo e valor recuperável, a exemplo Cairns (2006) que afirma que o *fair value* representa parte crucial na realização do *impairment test*. O autor argumenta que uma empresa pode recuperar o valor de seus ativos trocando-os entre partes interessadas em uma operação não compulsória. Dessa maneira, ele conclui que o *fair value* constitui um caminho para se chegar ao valor recuperável de um ativo.

Essa associação também é percebida de maneira indireta no pronunciamento contábil CPC-01 R1 (2010), tendo em vista que, para ativos que já possuem a determinação normativa de serem mensurados pelo seu valor justo o referido pronunciamento contábil não se aplica, ou seja, ele retira de seu escopo, por exemplo: ativos biológicos avaliados a valor justo e propriedades para investimentos mensuradas a valor justo.

A ideia subjacente é: se o ativo já passa por uma avaliação periódica do seu valor justo anualmente por determinação de alguma norma, não faz sentido aplicar os procedimentos do CPC-01 R1 (2010) a um ativo que já é mensurado a valor justo.

A associação entre valor recuperável e valor justo também pode ser percebida nas palavras de Ball (2006), que explica que a contabilidade pelo valor justo visa demonstrar informações mais oportunas sobre os ganhos e perdas em valores mobiliários, derivativos e outras operações nas demonstrações financeiras e incorporar informações sobre a realidade econômica de ativos no longo prazo, sejam eles tangíveis ou intangíveis.

Para os ativos que possivelmente possuem um mercado observável, Ball (2006) destacou os ganhos e perdas decorrentes das avaliações a valor justo. Já para os ativos de longo prazo ele utilizou a expressão “realidade econômica”, esta que, conforme as normas IFRS, são passíveis de serem demonstradas através dos testes periódicos no valor recuperável que permitirão identificar se o valor registrado do ativo é condizente ou não com sua realidade econômica.

Mas o fato é que em todas as situações mencionadas por Ball (2006), sua intenção é se referir ao valor justo. Todavia, é importante mencionar que existe uma discussão em torno da complexidade de obtenção do valor justo.

A esse respeito, Ball (2006) e Landsman (2007), analisando a literatura existente sobre a utilidade do valor justo, observaram que sua avaliação é importante para o mercado e promete trazer valores mais informativos. Entretanto, pode ser afetada pelo grau de erro contido nas estimativas realizadas, em virtude da maior dificuldade de mensuração inerente ao cálculo do valor justo.

Ball (2006) e Landsman (2007), apesar de reconhecerem que a informação a respeito do valor justo é importante, apontam a complexidade da mensuração como uma das maiores dificuldades nesse contexto. Em adição a isso, autores como Dechow, Myers e Shakespeare (2010) apontam a possibilidade de gerenciamento no que tange à avaliação pelo valor justo.

Em contraponto ao defendido por Dechow, Myers e Shakespeare (2010), os autores Barth e Taylor (2010) argumentam que não somente o valor justo como qualquer outro valor contábil é passível de gerenciamento, portanto, eles consideram prematuro associar o gerenciamento a apenas um método de mensuração.

Também em defesa do valor justo, Laux (2012) expõe que na crise de 2007-2009 acusaram a utilização do valor justo como uma das principais causas do alastramento da crise. Todavia, o autor argumenta que não existem provas concretas que sustentem essa hipótese. Além disso, ele acrescenta que as verdadeiras causas da crise foram: as

distorções no mercado hipotecário, as perdas provenientes dos empréstimos concedidos a devedores duvidosos e a informação assimétrica.

Embora possa existir uma subjetividade em relação à mensuração do valor justo, este em si não é o culpado pelo gerenciamento ou manipulação contábil, visto que outros meios e métodos contábeis de mensuração também são passíveis de gerenciamento (BARTH; TAYLOR, 2010).

Apesar de não existirem provas concretas que associem o uso do valor justo com a crise do crédito bancário que afetou os anos de 2008 e 2009, as empresas podem utilizar as normas de contabilidade de maneira não adequada (LAUX; LEUZ, 2009), isso independente se estiver relacionada ao uso do valor justo ou outro método contábil.

A dificuldade prática de mensuração do valor justo, aliada a subjetividade dos casos em que não existe um mercado ativo observável, constitui um dos maiores desafios a serem enfrentados pelos órgãos normatizadores.

Contribuindo com essa discussão, na prática, a dificuldade em torno da mensuração do valor justo para ativos que não possuem valor observável no mercado também é apontada atualmente nas cartas de comentários enviadas ao IASB (2014) a respeito da pós-implementação da norma IFRS 3. Alguns respondentes mencionam que a norma IFRS 13 - *Fair Value Measurement* (no Brasil, CPC46 – Mensuração do Valor Justo), poderia explicar melhor como obter o valor justo nestes casos.

O pronunciamento contábil CPC-46 (2012) estabelece uma hierarquia composta por três níveis de mensuração:

O Nível 1 que compreende as informações provenientes de preços cotados em mercados ativos para ativos ou passivos idênticos a que a entidade possa ter acesso na data de mensuração (CPC-46, 2012).

O Nível 2 engloba as informações: i) dos preços cotados para ativos e passivos similares em mercados ativos; ii) os preços cotados para ativos ou passivos idênticos ou similares em mercados que não sejam ativos; iii) Informações que sejam observáveis para um ativo ou passivo, tais como as taxas de juros e curvas de rendimento em intervalos comumente cotados, volatilidades implícitas e *spreads* de crédito; e; iv) informações corroboradas pelo mercado (CPC-46, 2012).

O Nível 3 diz respeito às informações provenientes de dados não observáveis que reflitam as premissas que os participantes do mercado utilizariam ao precificar o ativo ou o passivo, incluindo premissas sobre risco. O nível três inclui modelos de precificações e estimativas de fluxos de caixa a valor presente. A entidade deve utilizar as melhores informações disponíveis, que podem incluir dados da própria entidade (CPC-46, 2012).

Dessa maneira, realizando uma leitura do pronunciamento CPC-46 (2012), percebe-se que a intenção da contabilidade pelo valor justo é fazer com que as demonstrações contábeis reflitam valores que o mercado estaria disposto a pagar por um ativo ou passivo.

As normas de contabilidade, considerando as peculiaridades de cada ativo e passivo, reconhecem que existe a possibilidade de não existir um valor de mercado para determinados ativos. A alternativa nesses casos é a verificação da existência de mercado para ativos similares, esse constitui o segundo nível. Caso também não exista mercado para um ativo similar, a entidade deverá escolher o método julgado mais adequado que poderá ser projeções de fluxos de caixa trazidas a valor presente ou modelos de precificação utilizados e aceitos pelo mercado.

Nota-se que a referida norma ressalta que as premissas na utilização do terceiro nível do valor justo deverão ser com base em informações que os participantes do mercado utilizariam em duas previsões.

O CPC-46 (2012) explica que no nível 3 a entidade poderá até começar com dados da própria entidade, mas deverá ajustar esses dados se informações razoavelmente disponíveis indicarem que outros participantes do mercado utilizariam dados diferentes, ou se houver algo em específico para a entidade que não esteja disponível para outros participantes do mercado (por exemplo, uma sinergia específica da entidade).

Todavia, o referido pronunciamento contábil ressalta que a entidade não precisa empreender esforços exaustivos para obter informações sobre premissas utilizadas pelos agentes do mercado.

Realizando um cotejamento entre os conceitos de valor recuperável e valor justo, Iudícibus e Martins (2007) explicam que a maneira de cálculo do primeiro, adotada pelo pronunciamento CPC-01, baseia-se na norma IAS 36, mas utiliza expressões mais específicas para se referir ao valor justo. Explicando de outra maneira, a essência do

valor justo e do valor recuperável é demonstrar o quanto um ativo pode gerar de benefícios econômicos futuros para a entidade que o controla. Ao obter o valor recuperável do *goodwill*, por exemplo, a intenção é demonstrá-lo por um valor justo.

Para determinados ativos como o *goodwill*, por exemplo, quando o valor recuperável for superior ao valor contábil, não se deve registrar esse aumento no ativo, isso porque o *goodwill* e os demais ativos de longa duração utilizados nas atividades da empresa recebem maior dose de prudência (conservadorismo). E até mesmo porque, se tais ativos possuem mesmo expectativas maiores do que o valor registrado na contabilidade, esses benefícios em algum momento serão refletidos nos aumentos futuros nos resultados da empresa. Além disso, nesses casos, a empresa pode também divulgar em notas explicativas essas expectativas em relação a esses ativos.

2.3 Conflitos de agência

Shleifer e Vishny (1997) explicam que os conflitos de agência ocorrem em virtude da separação entre propriedade e controle, onde o agente que pratica as ações na empresa pode ter interesses alheios aqueles dos acionistas que não estão à frente das decisões.

Em relação à estrutura de controle, existem países em que a maioria das empresas possui o controle concentrado, ou seja, a maior parcela das ações com direito a voto (ordinárias) está concentrada nas mãos de um único acionista. E existem países com característica de dispersão acionária, neste caso, a maioria das ações com direito a voto encontram-se diluídas no mercado acionário. Nos dois tipos de estrutura de controle pode ocorrer o conflito de interesses. Nas empresas onde o controle é concentrado o conflito pode ocorrer entre os acionistas controladores e não controladores. Já em empresas onde o controle é disperso, o conflito pode acontecer entre os gestores e os acionistas (LA PORTA *et al.*, 2000).

Nesse ambiente, em acordo com a teoria da agência explanada por Jensen e Meckling (1976), o gerenciamento de resultados pode ser utilizado em decorrência desses conflitos de interesses. Em outras palavras, aquele que detém o controle das decisões na empresa pode gerenciar suas escolhas no que tange aos registros contábeis de forma a demonstrar um resultado condizente com seus propósitos e ambições.

Martinez (2001) ressalta que é necessário ter em mente que existe diferença entre o gerenciamento que se constitui uma prática

fraudulenta e aquele que envolve julgamentos e estimativas viesadas, pois neste último as normas contábeis facultam ao gestor a possibilidade de realização de julgamentos, a exemplo pode-se citar a estimativa da vida útil esperada em ativos de longa duração. Já nos casos de fraude o agente comete um ato que transgredir as leis, normas e princípios de contabilidade, portanto um crime.

Healy e Wahlen (1999) expõem que existem muitas maneiras de o agente exercer julgamento nas demonstrações contábeis. Por exemplo, o julgamento é necessário para estimar inúmeros eventos econômicos futuros esperados, como a vida e os valores de resgate de ativos de longo prazo, obrigações relacionadas aos fundos de pensão, os impostos diferidos, as perdas estimadas provenientes de créditos de liquidação duvidosa e o *impairment* de ativos. Os autores ressaltam que há várias outras escolhas decorrentes de possibilidades das normas de contabilidade que podem ser decididas através de julgamento por parte dos gestores.

Nos casos em que as normas contábeis facultam poder de julgamento por parte dos agentes, conforme mencionado por Martinez (2001), existe espaço para o gerenciamento de resultados.

A transparência das informações, por meio de melhores níveis de *disclosure*, contribui na redução da assimetria informacional, mitigando os problemas de agência e contribuindo com a boa governança corporativa (PATEL; BALIC; BWAKIRA, 2002).

Governança corporativa constitui um conjunto de mecanismos que visam assegurar que os fornecedores de recursos receberão novamente o retorno do seu investimento. Os riscos dos recursos não serem bem empregados decorrem da separação entre propriedade e controle, essa concepção possui respaldo na teoria da agência (SILVEIRA, 2004).

Em países desenvolvidos os governos investem uma grande quantidade de recursos visando promover maior transparência e garantir que: i) os acionistas não controladores recebam informações confiáveis sobre o valor das empresas, e ii) motivar os gestores a maximizar o valor da empresa em vez de perseguir seus próprios objetivos pessoais (BUSHMAN; SMITH, 2003).

O Brasil possui a característica de controle acionário concentrado, dessa maneira, normalmente, existe um acionista detentor da maioria das ações, ou um bloco de acionistas, que exerce o controle da empresa (SILVEIRA *et al.* 2004).

Em países em que o nível de *disclosure* é baixo, a concentração de propriedade é prejudicial aos acionistas não controladores uma vez que reduz a transparência (PATEL; BALIC; BWAKIRA, 2002).

A importância do adequado *disclosure* das informações de caráter obrigatório nas notas explicativas, que acompanham as demonstrações contábeis, é crucial tendo em vista que os usuários externos precisam destas informações para analisar a situação da empresa.

Em se tratando de combinações de negócios a transparência das informações também é importante, considerando que normalmente se referem a transações envolvendo valores elevados e com grande impacto na economia de um país (SHALEV, 2009).

Nessa perspectiva, o *disclosure* das informações pertinentes às combinações de negócios contribui com a redução da assimetria informacional no mercado, colaborando com as boas práticas de governança corporativa.

2.4 A importância do *disclosure* no mercado de capitais

Considerando que os participantes do mercado possuem níveis diferenciados de informações, a principal função da contabilidade é reduzir a assimetria informacional (LOPES, 2002a; OLIVEIRA; RECH, 2012).

A assimetria da informação pode ocorrer em ambientes de controle concentrado, quando um ou mais investidores possuem informação privada acerca de determinados fatos organizacionais, enquanto outros investidores desinformados possuem apenas as informações que são tornadas públicas pelas empresas. E pode ocorrer também em ambientes de controle acionário disperso, nesses casos o conflito ocorre entre gestores e acionistas (LA PORTA *et al*, 2000; BROWN; HILLEGEIST, 2007).

O *disclosure* contribui com a redução da assimetria informacional (LEUZ; VERRECCHIA, 2000; VERRECCHIA, 2001; PATEL; BALIC; BWAKIRA, 2002), sendo um fator essencial para o funcionamento de um mercado de capitais eficiente em que todas as informações relevantes estão refletidas no preço das ações (HEALY; PALEPU, 2001).

A existência de assimetria informacional no mercado pode ocasionar o problema da seleção adversa em que alguns investidores possuem determinadas informações em detrimento aos demais

participantes que não tiveram acesso as mesmas informações (LEUZ; VERRECCHIA, 2000).

Ineficiências no mercado de capitais são normalmente causadas por deficiências na produção e *disclosure* das informações (LEE, 1987). Nesse sentido, a redução da assimetria informacional proporcionada pelo aumento no *disclosure* provoca uma redução no risco dos participantes do mercado (HEALY; PALEPU, 2001).

Brown e Hillegeist (2007) verificaram que quanto maior a qualidade das informações divulgadas nas demonstrações contábeis anuais, menor a assimetria de informação. A pesquisa de Bushee e Leuz (2005) demonstrou evidências que o *disclosure* contribui na redução da assimetria informacional melhorando a liquidez das ações no mercado.

O *disclosure* ajuda na redução do problema da seleção adversa, contribuindo com uma concorrência perfeita, em que os investidores sejam capazes de trocar ativos sem serem penalizados pela falta de conhecimento de informações relevantes (DYE, 2001), contribuindo então para o funcionamento de um mercado eficiente em que os preços das ações incorporem as informações disponíveis (FAMA, 1970).

Quando se trata de *disclosure*, existem duas linhas de estudos a serem abordadas: i) o *disclosure* de caráter voluntário; e; ii) o *disclosure* de natureza obrigatória (exigido por legislação e normas).

No que tange ao *disclosure* voluntário, Schipper, (2007) explana que os incentivos para divulgar e o custo benefício da divulgação são fatores cruciais no desenvolvimento desta teoria que possui entre os principais pesquisadores Verrecchia (2001) e Dye (2001).

Por outro lado, em relação ao *disclosure* obrigatório, não existe uma teoria geralmente aceita de divulgações exigidas, isso não significa que os teóricos não conseguem resolver o problema de otimização, mas sim, no caso dos requisitos de divulgação obrigatória, que eles não podem concordar com o que é considerado um limite ótimo de divulgação (SCHIPPER, 2007).

A ideia subjacente é que apesar de existirem meios dos órgãos normatizadores estabelecerem uma quantidade mínima de itens de divulgação obrigatória acerca de determinadas políticas contábeis, existe uma dificuldade teórica em se concordar com o que realmente seria considerado um ponto ótimo, bem como estabelecer esse consenso entre os pesquisadores.

Nesse contexto, a literatura que aborda o *disclosure* voluntário consegue demonstrar os vários benefícios de um maior nível de

divulgação voluntária por parte das organizações, dentre eles a redução no custo de capital, maior liquidez das ações e reflexo na avaliação da empresa, enquanto, por outro lado, no que compete ao *disclosure* obrigatório não existe ainda uma teoria forte o suficiente para suportar tais benefícios (SCHIPPER, 2007; LEUZ; WYSOCKI, 2008).

Contribuindo com a lacuna teórica acerca do *disclosure* obrigatório, a pesquisa de Bushee e Leuz (2005) constatou aumentos significativos na liquidez das ações das empresas que estavam em maior conformidade com as exigências da *Securities Exchange Act* 1934, seus resultados são consistentes com a ideia que uma maior divulgação contribui na redução da assimetria de informação.

O fato de o Brasil ter convergido suas normas aos padrões internacionais do IASB, por meio dos pronunciamentos do CPC, demonstra a intenção do país em fornecer informações de melhor qualidade para os usuários das demonstrações contábeis, bem como abrir caminho para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Afinal, um sistema de contabilidade forte é uma pré-condição para a existência de um mercado de capitais desenvolvido (LEE, 1987). Entretanto, conforme Alfaraih (2009), mesmo que o conjunto de normas de contabilidade possua alta qualidade, se as empresas não cumprirem todos os preceitos ou utilizá-las de maneira oportunista, a sua relevância ficará prejudicada. A necessidade de pesquisas abordando essa temática foi ressaltada por Schipper, (2007); Leuz e Wysocki (2008); Hassan *et al.* (2009); Baboukardos e Rimmel (2014) e Tsalavoutas e Dionysiou (2014).

Considerando as chamadas dos pesquisadores para trabalhos na área de *disclosure* obrigatório, o Brasil é um ambiente propício para pesquisas empíricas nessa área. O próximo tópico aborda a relevância do *disclosure* da informação contábil.

2.5 Value relevance do disclosure da informação contábil

O papel da informação contábil nos mercados financeiros é uma das áreas mais pesquisadas pela academia (LOPES, 2002a), em uma economia que demanda informações contábeis úteis para a tomada de decisões inserem-se os estudos sobre *value relevance*.

As obras seminais de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) têm sido a base para o grande número de estudos sobre o *value relevance* da informação contábil, no qual se procura explorar a relação existente

entre o preço das ações e as informações provenientes dos relatórios contábeis (LOPES, 2002a; ALFARAIH, 2009).

As pesquisas sobre *value relevance* consistem em verificar a associação entre o preço da ação (variável dependente) e um conjunto de variáveis contábeis (variáveis explicativas). Dessa maneira, uma variável contábil será considerada relevante se for significativamente relacionada com a variável dependente, neste caso, representada pelo preço da ação (BEAVER, 2002).

A análise do *value relevance* do conteúdo informacional das demonstrações contábeis é complexa, em virtude, principalmente, da falta de dados relativa ao comportamento de todos os usuários. Nesse contexto, os investidores constituem um dos únicos grupos de usuários em que existe a possibilidade de se obter dados em relação ao seu comportamento por meio do valor das ações no mercado (OLIVEIRA; RECH, 2012).

O primeiro trabalho que utilizou formalmente o termo *value relevance* para descrever a associação entre as variáveis contábeis e o preço das ações foi publicado por Amir, Harris e Venuti, em 1993 (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

Ramos e Lustosa (2013) esclarecem que no Brasil a expressão inglesa '*value relevance*' é entendida pela academia como a magnitude do impacto que determinada informação contábil produz no valor de mercado da empresa, nesse caso representado pelo preço da ação.

Nessa concepção, o objetivo primário das pesquisas sobre *value relevance* é investigar se as demonstrações contábeis produzidas pelas companhias fornecem aos investidores informações contábeis valiosas para a tomada de decisão, essa relevância é analisada por meio do reflexo no preço da ação (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; HOLTHAUSEN; WATTS, 2001; ALFARAIH, 2009; HASSAN; MOHD-SALEH, 2010).

Dito de outra maneira, a finalidade das pesquisas sobre *value relevance* é avaliar o peso de determinada informação contábil na decisão de avaliação do preço da empresa (valor da ação) por parte dos investidores, de maneira que determinada informação contábil é considerada relevante se for capaz de influenciar nos preços das ações (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001; HOLTHAUSEN; WATTS, 2001; BEAVER, 2002; ALFARAIH, 2009; RAMOS; LUSTOSA, 2013).

Em uma opinião crítica, Holthausen e Watts (2001) discorrem que a literatura sobre *value relevance*, que associa os números contábeis

ao preço das ações, gera uma limitação no desenvolvimento de normas de contabilidade, tendo em vista que os órgãos normatizadores podem ser induzidos ao pensamento que já se chegou ao ponto certo referente determinado procedimento contábil. A crítica dos autores é que não se pode avaliar a utilidade de uma norma contábil por meio dessa metodologia de pesquisa, a menos que exista uma teoria que sustente essas observações empíricas.

Em contraste com a visão de Holthausen e Watts (2001), Barth, Beaver e Landsman (2001), no papel de debatedores, argumentam que pesquisas objetivando vislumbrar a relevância da informação contábil contribuem com órgãos normatizadores no sentido de proporcionar a capacidade de discernir e perceber determinadas situações de maneira intuitiva respondendo empiricamente se a divulgação de determinadas informações estão sendo ou não refletidas no preço da ação.

Barth, Beaver e Landsman (2001) ainda ressaltam que a intenção das pesquisas sobre *value relevance* não é esgotar um padrão (norma) de contabilidade, até porque eles concordam que os investidores não são os únicos usuários da contabilidade, mas sim apresentar evidências de como os investidores estão recebendo tais informações contábeis, por meio do reflexo nos preços das ações.

A ideia subjacente nas pesquisas sobre *value relevance* é, considerando que o mercado determina o quanto está disposto a pagar pelas ações de determinada empresa, testar quais informações contábeis se mostram relevantes nos testes estatísticos envolvendo o preço da ação e as informações provenientes da contabilidade.

Considerando que a divulgação corporativa contribui na redução da assimetria de informação (DYE, 2001; HEALY; PALEPU, 2001; VERRECCHIA, 2001), e que o *disclosure* possui um papel importante no mercado de capitais (VERRECCHIA, 2000; DYE, 2001; VERRECCHIA, 2001; PATEL; BALIC; BWAKIRA, 2002), estudos sobre *value relevance* do nível de *disclosure* se inserem no sentido de tentar medir se um maior nível de divulgação está refletido nos preços das ações (HASSAN *et al.*, 2009; BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014; TSALAVOUTAS; DIONYSIOU, 2014).

O reflexo no preço das ações que pode ocorrer quando a empresa adota maiores níveis de *disclosure* são consequências da redução da assimetria de informação. Não obstante, provar essa teoria empiricamente tem sido um desafio para os pesquisadores (LEUZ; VERRECCHIA, 2000; HEALY; PALEPU, 2001).

Hassan *et al.* (2009), estudando o *disclosure* no mercado emergente do Egito, argumentam que, em países onde não existem penalidades severas para as empresas que não cumprem todas as determinações de divulgação exigidas pelas normas, como é o caso dos emergentes, dependendo da informação divulgada, um maior nível de *disclosure* poderá ser visto de maneira negativa por parte do mercado. Nessa concepção, os autores alertam que nem sempre um maior nível de divulgação poderá contribuir com maior liquidez das ações da empresa.

Em outras palavras, Hassan *et al.* (2009) levantam a discussão que em países emergentes um melhor nível de *disclosure* obrigatório pode ser visto de maneira negativa pelos investidores, em virtude da falta de punição existente para as empresas que não cumprem com todos os quesitos de divulgação.

Todavia, ressalta-se que os resultados são divergentes dependendo do país e período analisado. Por exemplo, o estudo de Hassan e Mohd-Saleh (2010), no mercado emergente da Malásia, constatou uma relação positiva entre um maior nível de *disclosure* obrigatório das informações pertinentes aos instrumentos financeiros e o preço das ações no mercado.

Poucas pesquisas vislumbraram o reflexo do nível de *disclosure* obrigatório no mercado de capitais (SCHIPPER, 2007; LEUZ; WYSOCKI, 2008; BABOUKARDOS; RIMMEL, 2014; TSALAVOUTAS; DIONYSIOU, 2014).

Alguns estudos apontam que, mesmo sendo obrigatória a divulgação de determinadas informações, existem empresas que simplesmente não as divulgam. Essa situação é mais comum em mercados emergentes, visto que nestes ambientes normalmente não existem punições severas para as empresas que não cumprem as exigências das normas de contabilidade (HASSAN *et al.* 2009).

Os resultados das pesquisas de Patel, Balic e Bwakira (2002) e Kang e Pang (2005) sugerem que em países desenvolvidos, onde o nível de *disclosure* é superior aos países emergentes, o *value relevance* das informações contábeis se apresenta melhor.

Nesse contexto, uma das indagações das pesquisas a respeito do *disclosure* obrigatório em mercados emergentes é: Será que os investidores diferenciam uma empresa com melhores práticas de divulgação acerca de determinado fato de outra que possui nível inferior de divulgação sobre o mesmo fato ocorrido? A resposta para esta pergunta é um desafio para os pesquisadores.

2.6 Estudos abordando o tema *value relevance* e o nível de *disclosure*

Analizando a relevância da divulgação de informações sobre fundos de pensão em uma amostra de empresas nos Estados Unidos, o estudo de Davis-Friday *et al.* (1999) constatou que tanto a divulgação das informações sobre a responsabilidade relativa aos benefícios de aposentadorias concernentes aos fundos de pensão antes da adoção da norma SFAS-106 (que trata dos benefícios relativos a aposentadorias pertinentes fundos de pensão), como após a adoção da referida norma, se mostraram relevantes para explicar o preço das ações.

Bushee e Leuz (2005) verificaram em sua pesquisa que as empresas com melhores níveis de adequação as exigências de *disclosure* obrigatório da *Securities and Exchange Commission* (SEC), tiveram como resposta do mercado uma melhor liquidez das suas ações. Os autores ainda destacaram que aquelas que já praticavam boas práticas de *disclosure* se mantiveram entre os melhores patamares de liquidez relativa às suas ações, atribuindo esses achados a reputação que as empresas conquistam ao adotar boas políticas de *disclosure*.

Kang e Pang (2005) visaram investigar se as diferenças no nível de *disclosure* entre países desenvolvidos e emergentes refletem em maior *value relevance* nos países desenvolvidos. Os autores constataram que o *value relevance* das informações contábeis nos Estados Unidos (país desenvolvido) é superior ao *value relevance* das informações em países emergentes, sugerindo que o maior nível de *disclosure* nos países desenvolvidos exerce influência no *value relevance* das informações constantes nos relatórios contábeis.

Em relação à relevância do nível de *disclosure* obrigatório em um país emergente, a pesquisa realizada por Hassan e Mohd-Saleh (2010), em empresas da Malásia, investigou o *value relevance* do *disclosure* dos instrumentos financeiros baseados na norma MASB24. Os autores relataram uma associação positiva entre o nível de divulgação dos instrumentos financeiros e o preço das ações, sugerindo que um melhor nível de *disclosure* relacionado aos instrumentos financeiros melhora o *value relevance* destes ativos perante o mercado.

Já o estudo de Hassan *et al.* (2009), em empresas listadas na Bolsa de Valores do Egito, objetivou investigar o *value relevance* da divulgação voluntária e obrigatória em um mercado que se aplicam as IFRS, mas onde as penalidades para as empresas que não cumprem são limitadas ou inexistentes (argumento ressaltado fortemente pelos autores). Os pesquisadores encontraram uma relação negativa entre o

nível de evidenciação obrigatória e o preço da ação. Já em relação à divulgação voluntária os resultados não foram significativos estatisticamente. Eles buscam explicar o resultado pertinente ao *disclosure* obrigatório argumentando que em países emergentes normalmente não existem penalidades para as empresas que não cumprem os requisitos previstos nas normas, desta maneira, na opinião dos autores, os custos associados à divulgação obrigatória superam os benefícios de tal divulgação, ao passo que os investidores podem estar olhando negativamente para as empresas com melhores níveis de *disclosure* obrigatório.

Hassan *et al.* (2009) ainda sugerem que uma alternativa para esta situação seria a aplicação de penas mais rígidas para as empresas que não cumprem com os requisitos de divulgação exigidos pelas normas. Os autores acreditam que esse procedimento encorajaria as empresas a divulgarem todas as determinações das normas e impediria que os investidores olhassem negativamente aquelas que cumprem todas as regras pertinentes à divulgação obrigatória.

Vafaei, Taylor e Ahmed (2011) investigaram o *value relevance* do *disclosure* do capital intelectual (DCI). Eles analisaram os relatórios anuais de empresas listadas na Grã-Bretanha, Austrália, Hong Kong e Singapura. Os resultados demonstraram uma relação significativa e positiva entre o nível de divulgação do capital intelectual e o preço da ação na Grã-Bretanha e Austrália. Os autores concluíram que a relevância do DCI depende do país em que a empresa está situada e do setor em que ela atua.

Alfaraih e Alanezi (2011) analisaram se o nível de *disclosure* voluntário afeta o *value relevance* das informações contábeis na perspectiva do investidor nas empresas listadas na Bolsa de Valores de Kuwait no ano de 2007. Eles verificaram que o lucro do exercício anual é fortemente significativo para os investidores de Kuwait, ao nível de significância de 1%, todavia, a variável nível de *disclosure* voluntário não apresentou relevância estatística. Os pesquisadores interpretam esse resultado explanando que em mercados emergentes como o Kuwait existe uma grande parcela de investidores ingênuos e incapazes de incorporar melhores níveis de *disclosure* voluntário em suas avaliações acerca do preço da ação.

Outro estudo analisando o *value relevance* do *disclosure* voluntário em um mercado emergente é o de Al-akra e Ali (2012) na Jordânia. Os autores analisaram uma amostra de 243 relatórios anuais de empresas que passaram por processo de privatização. Os resultados da

pesquisa indicaram que o nível de divulgação voluntária está associado significativamente ao valor das empresas analisadas.

Uyar e Kılıç (2012) analisaram, na Turquia, o *value relevance* do *disclosure* voluntário. Os autores constataram que o nível de *disclosure* voluntário, o tamanho e o resultado do exercício são relevantes para os investidores na Turquia.

Shamki e Rahman (2013) analisaram o *value relevance* do nível de *disclosure* (Patrimônio Líquido, Resultado e Fluxos de Caixa) sob três perspectivas de variáveis dependentes: preço médio anual da ação; preço de fechamento da ação após o encerramento do exercício anual e preço de fechamento da ação três meses após o encerramento do exercício anual. O estudo analisou 5.460 observações no período de 2004-2009 em empresas da Jordânia. Os autores concluíram que o preço de fechamento da ação após o encerramento do exercício anual é o mais confiável na indicação da relevância do valor das informações contábeis.

O trabalho de Bokpin (2013) objetivou verificar os determinantes e o *value relevance* do nível de *disclosure* corporativo realizado pelas empresas listadas na Bolsa de Valores de Gana. Em relação aos determinantes o autor verificou que as variáveis: tamanho, endividamento, empresa de auditoria, rentabilidade e idade são significativas para explicar o nível de *disclosure*. Já em relação ao *value relevance*, a variável nível de *disclosure* não foi significativa para explicar o preço das ações. O autor concluiu que esse resultado pode ter sido em virtude do incipiente estágio de desenvolvimento do mercado de Gana. Além disso, ele também destacou o baixo nível de conformidade com as normas IFRS como um problema que precisa de atenção dos órgãos competentes do país.

O estudo de Karami e Hajiazimi (2013), no Irã, examinou o efeito do conservadorismo contábil em relação ao *value relevance* e o papel dos níveis de *disclosure* neste contexto. Os autores verificaram que, em média, as empresas com alto grau de conservadorismo realizam os piores níveis de *disclosure* e possuem baixo *value relevance* perante os investidores.

Tsalavoutas e Dionysiou (2014) abordaram as chamadas recentes à pesquisas sobre o *value relevance* e nível de *disclosure* obrigatório. O estudo foi realizado na Grécia, e contou com uma amostra de 150 empresas. Os autores constataram que o cumprimento das exigências de divulgação é positivamente e significativamente relacionado com o preço das ações. Os autores concluíram que as informações de natureza obrigatória são relevantes para os investidores

na medida em que os mesmos tendem a valorizar as empresas mais transparentes.

A maioria das pesquisas em mercados emergentes se concentraram no *value relevance* do *disclosure* voluntário e normalmente constataam uma relação significativa e positiva entre o nível de *disclosure* e o preço da ação, salvo exceções que encontraram resultados contrários, mas atribuíram tais achados às características incipientes do mercado de capitais em análise, a exemplo de Bokpin (2013) que verificou o *disclosure* nas empresas em Gana.

Em relação ao *value relevance* do *disclosure* obrigatório, os resultados das pesquisas em mercados emergentes diferem dependendo do país analisado. Como exemplos, podem-se citar as pesquisas de Hassan e Mohd-Saleh (2010) na Malásia e Hassan *et al.* (2009) no Egito que encontraram resultados divergentes. Enquanto Hassan e Mohd-Saleh (2010) encontraram associação significativa e positiva entre o preço da ação e o nível de *disclosure* obrigatório, Hassan *et al.* (2009) constataam associação significativa e negativa no Egito.

Talvez essa contradição relativa aos resultados dos trabalhos mencionados tenha relação com o exposto por Vafaei, Taylor e Ahmed (2011), que destacaram que os aspectos relacionados ao *value relevance* do *disclosure* depende, dentre outros fatores, do país em que a empresa está situada.

Essa situação enseja a realização de mais pesquisas nessa área, visto que tais contradições também podem estar relacionadas ao impacto que determinada informação proveniente de relatórios contábeis produz ou não no resultado do exercício (que na maioria das pesquisas sobre *value relevance* se mostra uma variável significativa para explicar o preço da ação), de maneira que se a informação é considerada com potencial de afetar o resultado do exercício, pode estar sendo vista de maneira diferente pelo investidor quando comparada a um conjunto de informações que na visão desses usuários da contabilidade não possuem um poder de impacto sobre o lucro do exercício.

2.7 Estudos abordando o tema *value relevance* no Brasil

Lopes (2002b) investigou o *value relevance* das variáveis contábeis (patrimônio líquido e resultado do exercício) no Brasil. O período analisado foi entre 1998-1999. Os resultados demonstraram que o poder explicativo do patrimônio líquido se mostrou maior do que o poder explicativo do resultado do exercício. Lopes interpretou o baixo

poder explicativo do resultado do exercício argumentando que a alta concentração de propriedade nas empresas brasileiras faz com que esta informação não seja crucial na redução da assimetria informacional, tendo em vista que os grandes acionistas controladores já possuem acesso privilegiado a essa informação.

Rezende (2005) verificou o *value relevance* do lucro líquido, patrimônio líquido e do ativo diferido em empresas do setor de telecomunicações (nova economia) e, comparativamente, em empresas do ramo de aço/metais e bancos / seguradoras (representando a velha economia) no período entre 1995-2003. O autor verificou que as variáveis contábeis (lucro e patrimônio líquido) são relevantes para explicar o preço da ação nos três setores analisados, contudo o valor do ativo diferido não apresentou significância estatística em nenhum dos setores.

Costa e Lopes (2007) visaram avaliar a relevância das informações contábeis ajustadas aos US-GAAP realizados por empresas brasileiras que possuem ADRs negociados na Bolsa de Nova Iorque. Os autores constataram que a informação contábil elaborada com base no conjunto de princípios brasileiros corresponde à informação útil e relevante para o mercado. Os autores verificaram que as regressões apontaram para maior relevância das informações segundo o conjunto de princípios contábeis locais das empresas em comparação ao norte-americano. Apesar de estatisticamente significativas, as informações em US-GAAP se mostraram menos relevantes, pois parte significativa provavelmente já estaria contida ou seria antecipada nas informações divulgadas em abril.

Macedo *et al.* (2011) visaram identificar se houve alteração no *value relevance* por conta das alterações no padrão contábil brasileiro ocasionadas pela substituição da Demonstração de Origens de Aplicações de Recursos (DOAR) pela Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) e identificar qual dessas duas demonstrações contábeis (DOAR ou DFC) possui maior relevância para os usuários das demonstrações contábeis. O período analisado foi entre 2005 e 2007. Os resultados demonstraram que o Fluxo de Caixa Operacional (constante na DFC) se mostrou mais relevante que as Origens de Recursos provenientes das Operações (constante na DOAR), concluindo que a substituição da DOAR pela DFC se mostrou benéfica no Brasil.

A pesquisa de Silva, Macedo e Marques (2012) objetivou analisar a relevância das informações contábeis sobre Lucro Líquido (LL), EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and*

Amortization) e Fluxo de Caixa Operacional (FCO) de empresas do setor elétrico brasileiro no período de 2005 a 2007. Por meio de uma análise de regressão envolvendo as variáveis mencionadas e tendo o preço da ação como variável dependente. Os resultados demonstraram que a variável LL se mostrou mais relevante estatisticamente que a variável FCO. A variável EBITDA não teve significância estatística no estudo realizado.

Ramos e Lustosa (2013) verificaram se a adoção das normas internacionais no Brasil tornaram as demonstrações contábeis mais relevantes. Considerando o preço da ação como variável dependente e as variáveis “lucro por ação” e “patrimônio líquido por ação” como explicativas no modelo, os autores constataram que houve um aumento na relevância da informação contábil após a convergência com as normas internacionais do IASB.

Santos, Starosky Filho e Klann (2014) visaram identificar de que forma o processo de convergência às normas contábeis internacionais impactou no *value relevance* das informações contábeis evidenciadas por companhias brasileiras. Os autores verificaram que o processo de convergência contábil internacional demonstrou reflexo no *value relevance* das demonstrações contábeis apenas no modelo que utilizou como variável dependente o preço da ação seis meses após o encerramento do exercício.

Gonçalves *et al.* (2014) investigaram se o processo de convergência aos padrões internacionais de contabilidade trouxe alterações na relevância das informações contábeis. Para isto, eles realizaram uma comparação das informações sobre Lucro Líquido por Ação e Patrimônio Líquido por Ação e preço das ações, das companhias não financeiras com ações mais negociadas na BM&FBOVESPA, anos de 2009 (período pré-convergência) e de 2010 (período pós-convergência). Os autores concluíram que o processo de convergência trouxe impactos positivos estatisticamente significativos à relevância das informações contábeis no Brasil, de maneira que os resultados demonstraram que as informações contábeis em IFRS são mais relevantes que as informações com os padrões brasileiros.

Martins, Machado e Callado (2014) visaram analisar se a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) e a Demonstração do Valor Adicionado (DVA), inseridas ao conjunto de demonstrações contábeis desde o exercício findo em 2008, por exigência das mudanças legais trazidas pela Lei 11.638/07, adicionou *value relevance* ao conjunto de demonstrações contábeis, aqui representado pelo balanço patrimonial

(variável Patrimônio Líquido) e demonstração do resultado (variável Lucro Líquido). O período estudado foi entre 2008-2010, os resultados estatísticos retornaram apenas a variável “atividades de financiamento” (relativa a DFC) como significativa, a variável concernente à inclusão da DVA não se mostrou significativa no modelo.

Com base nos estudos citados, é possível perceber que, geralmente, a informação contábil sobre lucro líquido e patrimônio líquido é reconhecida como relevante no mercado brasileiro e que houve um aumento da relevância após a adoção das normas internacionais de contabilidade do IASB.

2.8 Estudos abordando o tema *value relevance do goodwill*

Foram identificados alguns estudos que vislumbraram o *value relevance* do *goodwill* e o *value relevance* das perdas no valor recuperável reconhecidas para o *goodwill*. O Quadro 2 demonstra as principais pesquisas identificadas, apresentando os autores, o ano de publicação, o período analisado, o período pertinente as demonstrações contábeis analisadas (anual ou trimestral), as variáveis utilizadas e as variáveis significativas.

Na sequência, estão apresentadas as principais conclusões tecidas pelos autores dos respectivos trabalhos destacados no Quadro 2.

Quadro 2 - Pesquisas sobre *value relevance do goodwill*

Autores (Ano) / Origem	Período / Demonstrações Contábeis Analisadas	Variáveis Utilizadas	Variáveis Significativas
Jennings <i>et al.</i> (1996) / Estados Unidos	1982-1988 / Anual	Dependente: Preço da ação três meses após o final do exercício social. Explicativas: <i>goodwill</i> reconhecido; ativo excluindo os itens do imobilizado e <i>goodwill</i> ; imobilizado; passivos e ações preferenciais.	(+) <i>goodwill</i> reconhecido; ativo excluindo os itens do imobilizado e <i>goodwill</i> ; imobilizado.
Henning, Lewis e Shaw (2000) / Estados Unidos	1990-1994 / Anual	Dependente: Preço da ação um dia após o final do exercício social. Explicativas: Componentes do <i>goodwill</i> ; Ativo menos <i>goodwill</i> adquirido; passivo.	(+) componentes do <i>goodwill</i> .

(Continua)

Quadro 2 - Pesquisas sobre *value relevance* do *goodwill* (Continuação)

Godfrey; Koh (2001) / Austrália	1999 / Anual	Dependente: Preço da ação no final do exercício social. Explicativas: <i>goodwill</i> ; intangíveis (incluindo o <i>goodwill</i>); intangíveis identificáveis; gastos com pesquisa e desenvolvimento; total dos ativos tangíveis; passivo.	(+) <i>goodwill</i> ; intangíveis (incluindo o <i>goodwill</i>); intangíveis identificáveis; passivo.
Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009) / Canadá	2000-2002 / Anual	Dependente: Preço da ação no final do exercício social. Explicativas: <i>goodwill</i> ; valor da perda por impairment no <i>goodwill</i> ; resultado do exercício; patrimônio líquido no final do exercício social menos o valor do <i>goodwill</i> .	(+) <i>goodwill</i> ; resultado do exercício (controle); patrimônio líquido no final do exercício social menos o valor do <i>goodwill</i> . (-) Valor da perda por impairment do <i>goodwill</i> reconhecida.
Dahmash, Durand e Watson (2009) / Austrália	1994-2003 / Anual	Dependente: Preço da ação no final do exercício. Explicativas: Explicativas: <i>goodwill</i> ; intangíveis identificáveis; ativos operacionais líquidos; ativos financeiros; ganhos anormais de funcionamento; ativos operacionais líquidos menos os ativos intangíveis.	(+) <i>goodwill</i> ; intangíveis identificáveis; ativos financeiros; ativos operacionais líquidos menos os ativos intangíveis.
Oliveira, Rodrigues e Craig (2010) / Portugal	1998-2008 / Anual	Dependente: Preço da ação três meses após o final do exercício social. Explicativas: <i>goodwill</i> ; intangíveis identificáveis; propriedades intelectuais; gastos com pesquisa & desenvolvimento; outros intangíveis identificáveis; patrimônio líquido; resultado do exercício; patrimônio líquido menos o valor do <i>goodwill</i> e intangíveis identificáveis.	(+) <i>goodwill</i> ; outros intangíveis identificáveis; resultado do exercício; patrimônio líquido.

(Continua)

Quadro 2 - Pesquisas sobre *value relevance* do *goodwill* (Conclusão)

Yamaji; Miki (2011) / Japão	1999-2009 / Anual	Dependente: Preço da ação dois meses após o final do exercício social. Explicativas: <i>goodwill</i> ; patrimônio líquido; resultado do exercício; ativo expurgando o <i>goodwill</i> .	(+) <i>goodwill</i> ; resultado do exercício; patrimônio líquido.
Xu, Anandarajan e Curatola (2011) / Estados Unidos	2003-2006 / Anual	Dependente: Preço da ação três meses após o final do exercício social. Explicativas: perda por <i>impairment</i> do <i>goodwill</i> ; despesas com reestruturação; baixas nos ativos; patrimônio líquido desconsiderando a perda por <i>impairment</i> no <i>goodwill</i> ; resultado desconsiderando a perda reconhecida para o <i>goodwill</i> .	(+) patrimônio líquido desconsiderando a perda por <i>impairment</i> no <i>goodwill</i> ; resultado desconsiderando a perda reconhecida para o <i>goodwill</i> . (-) perda por <i>impairment</i> no <i>goodwill</i> .
Cazavan-Jeny (2011) / França	1994-1999 / Anual	Dependente: Índice book-to-market. Explicativas: <i>goodwill</i> ; intangível total; gastos com propaganda; gastos com pesquisa e desenvolvimento; gastos com treinamento; valor total de mercado (controle), rentabilidade, variação no volume de negócios; Beta.	(+) <i>goodwill</i> ; valor total de mercado; rentabilidade; variação no volume de negócios; Beta.
Abughazaleh; Al-Hares; Haddad (2012) / Reino Unido	2005-2006 / Anual	Dependente: Preço da ação no final do exercício social. Explicativas: <i>goodwill</i> ; perda por <i>impairment</i> no <i>goodwill</i> ; resultado do exercício; patrimônio líquido menos o valor do <i>goodwill</i> .	(+) <i>goodwill</i> ; resultado do exercício; patrimônio líquido menos o valor do <i>goodwill</i> . (-) perda por <i>impairment</i> no <i>goodwill</i> .
Baboukardos e Rimmel (2014) / Grécia	1998 / Anual	Dependente: Preço da ação quatro meses após o final do exercício social. Explicativas: <i>goodwill</i> ; nível divulgação <i>goodwill</i> x <i>goodwill</i> ; resultado do exercício; patrimônio líquido.	(+) nível de divulgação do <i>goodwill</i> x <i>goodwill</i>

Fonte: Elaborado pela autora

No que tange ao reconhecimento do *goodwill* nas combinações de negócios, Jennings *et al.* (1996) encontraram evidências da existência de uma associação positiva entre o valor do *goodwill* adquirido e o preço da ação. Os autores concluíram que a prática de testes anuais de recuperabilidade no *goodwill* se mostra mais relevante do que as amortizações sistemáticas.

Em uma pesquisa semelhante que buscou desmembrar os componentes do *goodwill* e avaliar sua relevância, Henning, Lewis e Shaw (2000) verificaram que existe uma relação positiva entre o preço de ação e os componentes do *goodwill* gerado nas combinações de negócios. Os autores ressaltaram que os componentes relacionados à sinergia proporcionada pela combinação de negócios se mostraram mais relevantes aos investidores do que os componentes relacionados à continuidade das atividades.

Godfrey e Koh (2001) identificaram que a capitalização do *goodwill* fornece informações relevantes ao mercado, concluindo que os investidores valorizam o *goodwill* no momento de realizar a avaliação do valor da empresa. Eles demonstraram por meio de um modelo de regressão a existência de uma associação positiva entre o preço da ação e o *goodwill*. Porém, no estudo, os autores também ressaltaram o poder de discricionariedade que os gestores possuem no momento de dividir os valores em ativos identificáveis (marcas, patentes, etc.) e ativos não identificáveis (estes irão compor o *goodwill*).

O estudo de Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009) testou a relação entre o preço da ação e as perdas no valor recuperável (*impairment*) do *goodwill* reconhecidas por empresas canadenses. Os autores verificaram uma associação negativa entre reconhecimento de perdas por *impairment* no *goodwill* e preço da ação e interpretaram esse resultado concluindo que o mercado inclui e considera o reconhecimento de perdas no valor recuperável do *goodwill* em suas avaliações acerca do valor da empresa.

Dahmash, Durand e Watson (2009) investigaram a relevância e a confiabilidade da divulgação do *goodwill* e ativos intangíveis identificáveis em empresas australianas, analisando o período entre 1994 e 2003. Eles concluíram que as informações divulgadas pelas empresas em relação ao *goodwill* e intangíveis identificáveis são relevantes, porém os autores destacaram que elas são tendenciosas, de maneira que o *goodwill* tende a ser evidenciado de maneira conservadora e os intangíveis identificáveis de forma agressiva por parte das empresas.

Oliveira, Rodrigues e Craig (2010) realizaram um estudo visando avaliar o *value relevance* dos ativos intangíveis identificáveis e do *goodwill* constantes nas demonstrações contábeis de empresas portuguesas. Os autores verificaram que o lucro líquido, os intangíveis identificáveis e o *goodwill* possuem relação positiva com o preço da ação. Eles constataram que os intangíveis identificáveis são relevantes no total, todavia, quando analisados separadamente, as propriedades intelectuais e as despesas com Pesquisa & Desenvolvimento não se mostraram significativos no período analisado.

Yamaji e Miki (2011) analisaram a relevância do *goodwill* e da amortização do *goodwill* no Japão. Os autores verificaram que as informações sobre o valor do *goodwill* são significativamente e positivamente relacionadas ao preço da ação. Além disso, eles destacaram que o lucro líquido antes da amortização do *goodwill* se mostrou mais relevante estatisticamente do que o lucro líquido após a amortização do *goodwill*, concluindo que os ganhos de amortização do *goodwill* são relevantes para os investidores no Japão.

Xu, Anandarajan e Curatola (2011) analisaram se os anúncios de perdas no valor recuperável do *goodwill* são vistos de maneira relevante pelos investidores. Os resultados indicaram que a perda no valor do *goodwill* é geralmente vista como uma informação negativa, contudo ela é interpretada de maneira diferente dependendo da situação da rentabilidade da empresa, para as empresas lucrativas uma perda por *impairment* no *goodwill* tende a ser vista de maneira negativa e nas empresas não lucrativas essa impressão negativa tende a ser silenciada.

Cazavan-Jeny (2011) verificou que o valor do *goodwill* capitalizado na França é relevante para o mercado, mas os intangíveis identificáveis não demonstraram significância estatística. A autora interpretou esse resultado aduzindo que o *goodwill* pode estar sendo visto como uma vantagem potencial para gerar fluxos de caixa adicionais ao longo do tempo.

AbuGhazaleh, Al-Hares e Haddad (2012) objetivaram verificar o *value relevance* do reconhecimento de perdas por *impairment* do *goodwill* em empresas do Reino Unido. Os autores utilizaram o mesmo modelo de Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009) e chegaram a resultados semelhantes, constatando uma associação positiva entre as variáveis: preço da ação, resultado do exercício e valor contábil do *goodwill* e uma associação negativa entre o preço da ação e as perdas no valor recuperável reconhecidas para o *goodwill*. Eles concluíram que o

mercado parece incluir o reconhecimento de perdas por *impairment* no *goodwill* em sua análise sobre o preço da ação.

Baboukardos e Rimmel (2014) visaram examinar se as decisões das empresas em apresentar um maior ou menor cumprimento dos requisitos de divulgação relativos ao *goodwill* estabelecidos pela IFRS 3 apresenta impacto sobre o *value relevance* do seu valor de aquisição. Os autores testaram duas hipóteses: a primeira se o *goodwill* reconhecido nas demonstrações financeiras de companhias listadas na Grécia possui *value relevance* e se há uma diferença sistemática em efeitos de valorização do *goodwill* entre as empresas com níveis relativamente elevados e relativamente baixos de cumprimento com os requisitos de divulgação obrigatória para *goodwill*. Os autores verificaram que o *goodwill* tem um forte efeito sobre o preço das ações de empresas com elevado grau de evidenciação do *goodwill* com base na IFRS 3, mas nenhum efeito no preço das empresas com baixo nível de divulgação do *goodwill*.

Por meio dos trabalhos apresentados é possível perceber que tanto o *goodwill* como as perdas no valor recuperável reconhecidas para o *goodwill* geralmente se mostram relevantes, na literatura internacional, quando analisadas em países desenvolvidos. Os estudos normalmente relatam que o *goodwill* é associado positivamente com o preço da ação, enquanto o reconhecimento de perda (ou anúncio de perda) no valor recuperável do *goodwill* é relacionado negativamente com o preço da ação.

2.9 Estudos abordando o tema *goodwill* no contexto brasileiro

Existem poucos estudos tratando do tema *goodwill* com foco específico no contexto brasileiro. O assunto é considerado complexo, os autores Santos e Schmidt (2003) ressaltam que a definição de *goodwill*, a sua natureza, a sua característica de não ser separável do negócio como um todo e o seu tratamento contábil estão entre os objetos de estudo mais difíceis da teoria da contabilidade.

Um trabalho bibliográfico realizado por Santos *et al.* (2003) objetivou apresentar os principais conceitos, natureza e importância do *goodwill* na avaliação dos ativos intangíveis, bem como demonstrar o seu tratamento contábil nas principais comunidades em nível internacional. Eles concluíram que a inconsistência conceitual é um dos maiores problemas relativos ao *goodwill*, problema esse também relatado na pesquisa de Martins *et al.* (2010).

Gouveia e Martins (2007) realizaram um estudo de caráter teórico visando verificar os pontos positivos da amortização e do *impairment test* relativo ao *goodwill* sob a luz das características qualitativas da informação contábil. Os autores concluíram que o *impairment test* se mostra a melhor alternativa na maioria das características qualitativas, dentre elas a relevância devido à utilidade da informação para o usuário.

Martins *et al.* (2010) desenvolveram uma pesquisa que objetivou verificar se o conceito de *goodwill* utilizado no desenvolvimento de pesquisas publicadas nos principais periódicos internacionais e nacionais, bem como na elaboração de dissertações e teses na área da contabilidade, é aquele referendado pela literatura contábil como correto. Os autores observaram que dentre as 47 empresas que apresentaram a definição de *goodwill*, 18 estavam incorretas. Em 61% dos casos de erro, o cálculo do *goodwill* foi exposto como a diferença entre o valor de mercado (pago ou não) e o valor contábil do patrimônio.

Em face aos seus resultados, Martins *et al.* (2010) ressaltaram que os erros conceituais na apuração do *goodwill* podem resultar em conclusões incorretas, invalidação dos resultados e problemas de ordem prática como deformações nas informações apresentadas nas demonstrações contábeis que podem acarretar em erros na realização de investimentos e nas análises financeiras.

O estudo de Reimann e Schmidt (2010) buscou descrever o processo de mensuração do *goodwill* através da análise de alguns acontecimentos que podem ocorrer logo após a combinação de negócios e que podem sinalizar que o valor contábil deste ativo é maior do que o seu valor recuperável, tornando necessária a execução de um teste de *impairment* além do exigido anualmente. Através de uma pesquisa bibliográfica, os autores concluíram que o cenário atual das normas que tratam o *goodwill* é visto como uma oportunidade para a gestão das companhias, visto que, anteriormente, este ativo gradualmente iria ser reconhecido no resultado através da amortização e agora existe a oportunidade de mantê-lo por tempo indeterminado. Na concepção deles, para que esta oportunidade seja aproveitada, pessoas especializadas devem atuar no momento de negociação das aquisições e fusões e também no planejamento estratégico e operacional da nova companhia que será formada após a transação.

Dalmácio *et al.* (2011), abordando o *value relevance* do *goodwill* e analisando um período entre 1998-2006 no Brasil, verificou

que o *goodwill*, calculado com base nas metodologias de mensuração dos ativos intangíveis e *goodwill* de Lev (2004) e Stewart (1998), se mostrou significativo apenas ao nível de 10%. Em adição, os autores realizaram uma análise complementar considerando apenas as empresas com ativo diferido superior a zero, nessa análise adicional, o *goodwill* por ação não apresentou significância estatística.

Costa, Paulo e Barbosa (2011) realizaram uma pesquisa com o objetivo de verificar se o reconhecimento e mensuração do *goodwill* numa combinação de negócios, de acordo com a norma IFRS 3 e Pronunciamento Técnico CPC-15 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, possuem diferenças conforme a forma de pagamento utilizada (ações ou dinheiro), apesar da realidade econômica da adquirida ser a mesma. Os autores observaram que quando o pagamento ocorreu em ações, o *goodwill* subsequente variou numa faixa de 25% para menos e quando o valor do *goodwill* reconhecido foi proveniente de pagamento em dinheiro houve uma variação de 12% para mais. Assim, eles concluíram que, à luz da IFRS 3 e do CPC-15, na mensuração subsequente que pode ocorrer em até um ano após a data da transação, existem diferenças no reconhecimento e na mensuração do *goodwill* dependendo da forma de pagamento.

Santos, Dani e Klann (2015) verificam se a concentração de propriedade interfere na tomada de decisão em relação à aplicação do teste de *impairment* sobre o *goodwill* em empresas brasileiras. Os autores também investigaram se a divulgação de informações acessórias sobre o *goodwill* e a adesão de níveis diferenciados de governança corporativa está associada ao teste de *impairment* sobre o *goodwill*. Por meio da aplicação de estatística não paramétrica, no que tange à concentração de propriedade, eles constataram não existir diferença entre o grupo de companhias que realizaram o *impairment loss* e o grupo que não realizou o teste de recuperabilidade. Em seguida, os autores verificaram que tanto a divulgação acessória acerca do *goodwill* como a adesão a níveis diferenciados de governança corporativa não estão associados ao teste de *impairment* sobre o *goodwill*.

É possível notar no contexto brasileiro que uma das principais dificuldades relatadas diz respeito ao conceito de *goodwill*, sendo um consenso entre autores (Santos *et al.*, 2003; Gouveia e Martins 2007; Martins *et al.* 2010; Reimann e Schmidt, 2010), cujos trabalhos são, em sua maioria, de cunho bibliográfico.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo estão apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para atingir os objetivos delineados neste estudo, bem como a amostra analisada nesta pesquisa.

3.1 Delineamento da pesquisa

O presente estudo enquadra-se como exploratório-descritivo. A pesquisa exploratória procura descobrir relações entre os fenômenos. Nessa intenção, realiza-se o estudo não somente para conhecer o tipo de relação existente, mas principalmente para verificar se existe alguma relação (RICHARDSON, 2014). Já os estudos descritivos visam descrever um fenômeno investigado (ACEVEDO; NOHARA, 2013).

No que concerne à abordagem do problema, o presente trabalho engloba avaliações de cunho quantitativo e qualitativo. Para medir o nível de evidenciação das combinações de negócios foi necessário: i) elaboração da métrica; e ii) levantamento e análise dos dados contidos nas notas explicativas das empresas. Este trabalho foi unicamente realizado pela autora, e consiste na parte qualitativa desta pesquisa.

A pesquisa qualitativa abrange compreensões, descrições, interpretações e análises na coleta dos dados, em que o pesquisador é essencial no processo (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

Já para fornecer resposta às hipóteses de pesquisa, se existe relação entre o preço da ação e o nível de *disclosure* das combinações de negócios realizadas pelas empresas (H1), e se os investidores consideram o valor do *goodwill* reconhecido nessas transações em suas avaliações pertinentes ao preço da ação (H2), utilizou-se de técnica estatística para obtenção desses resultados, essa etapa endossa o conceito de pesquisa quantitativa.

O método quantitativo caracteriza-se pelo emprego de técnicas estatísticas para responder o problema de pesquisa (RICHARDSON, 2014). Nas pesquisas quantitativas os dados são filtrados, organizados e tabulados para serem submetidos a testes estatísticos (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

Em relação à obtenção dos dados, o estudo se enquadra no conceito de pesquisa documental. Martins e Theóphilo (2009) explicam que pesquisas dessa natureza utilizam documentos como fonte de dados, informações e evidências.

Para atender os objetivos desta pesquisa, foi necessário medir o nível de *disclosure* das companhias abertas que realizaram alguma combinação de negócios no período entre 2010 e 2013. A obtenção dos dados para cálculo do índice para medir o nível de evidenciação foi por meio das notas explicativas publicadas pelas empresas, respeitando em cada caso, o respectivo ano que ocorreu cada combinação de negócios. Dessa maneira, se uma combinação de negócios teve sua data de aquisição em 15 de outubro de 2010, a análise do nível de *disclosure* foi verificada nas notas explicativas integrantes das demonstrações financeiras padronizadas (DFPs) relativas ao exercício social findo em 2010.

3.2 Levantamento da amostra

A amostra de pesquisa é constituída por todas as empresas de capital aberto brasileiras que atendem no conjunto as três condições a seguir: i) realizou combinação de negócios em algum dos anos compreendidos no período entre 2010 e 2013; ii) em que houve transferência de controle na referida transação; e iii) a empresa teve o papel de adquirente na transação realizada.

A informação relativa às empresas que realizaram combinações de negócios no período entre 2010 e 2013 foi obtida através dos fatos relevantes divulgados no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Dessa maneira, foram analisados todos os fatos relevantes que anunciavam fusões, incorporações, aquisições e cisões e selecionados apenas os casos em que a combinação de negócios resultou em transferência de controle.

Ressalta-se que compuseram a amostra apenas as empresas que exerceram o papel de adquirente na combinação de negócios, ou seja, as empresas que adquiriram o controle após a combinação realizada.

As transações que não resultaram em transferência de controle não foram utilizadas na amostra, visto que nesses casos o CPC-15 R1(2011) não determina a utilização do método de aquisição.

Além disso, somente os casos de combinações de negócios efetivamente concretizados foram considerados para composição da amostra de pesquisa, dessa maneira, não foram considerados os casos em que a combinação encontrava-se em processo de negociação.

O Quadro 3 demonstra a composição da amostra referente a quantidade de combinações de negócios que constituíram objeto de estudo nesta pesquisa.

Quadro 3 - Composição da amostra de pesquisa utilizada

Ano	Quantidade de empresas	Quantidade combinações evidenciadas
2010	29	54
2011	28	66
2012	29	55
2013	16	27
Total	102	202

Fonte: Dados da Pesquisa

Conforme é possível observar no Quadro 3, a quantidade de empresas analisadas difere da quantidade de combinações de negócios identificadas, visto que existem empresas que realizaram várias combinações de negócios no mesmo ano.

Nesta pesquisa, a amostra foi constituída por combinação de negócios realizada, dessa maneira, cada combinação é uma observação na amostra.

Decidiu-se pela composição da amostra de pesquisa por combinação de negócios, e não por empresa, em virtude que serão analisados o nível de *disclosure* e o valor do *goodwill* reconhecido por combinação. A amostra por empresa impossibilitaria essa análise, considerando que seria necessário utilizar a média do nível de *disclosure* e a média do valor de *goodwill* reconhecido nas empresas que realizaram mais que uma combinação de negócios dentro do mesmo ano, o que poderia distorcer os resultados da pesquisa.

A partir dessa metodologia, obteve-se 202 combinações de negócios evidenciadas nas notas explicativas das empresas de capital aberto brasileiras que constituíram objeto de estudo na presente pesquisa (demonstradas no Apêndice B).

Em relação aos tipos de combinações de negócios analisadas, de acordo com os parâmetros estabelecidos para o levantamento da amostra, foram identificadas 192 aquisições e 10 incorporações.

A “quantidade de combinações evidenciadas” diz respeito à totalidade de combinações de negócios evidenciadas nas notas explicativas das empresas de capital aberto brasileiras. Houve casos que a empresa evidenciou de maneira conjunta suas combinações de negócios, nestes casos foi preciso considerar a evidenciação como uma só para fins de composição da amostra, visto que existiam dados que não eram possíveis de quantificação individual para cada combinação, no Quadro 4 estão apresentados os casos identificados.

Quadro 4 - Empresas com evidenciação conjunta das combinações de negócios

Ano	Empresa	Situação
2010	Évora	Evidenciou conjuntamente as informações relativas a contraprestação e ao <i>goodwill</i> relacionado a aquisição de controle das empresas América Tampas S.A. e América Tampas da Amazônia S.A..
	Weg	Evidenciou conjuntamente as informações relativas a aquisição de controle das empresas Instrutech, Logotech, Voltran e Zest, inclusive houve <i>goodwill</i> e ela não informou o valor.
2011	Anhanguera	Evidenciou o valor da contraprestação das empresas SEBH e da Praetorium em conjunto e procedeu da mesma forma na evidenciação da aquisição das empresas UNIBAN; UBE e APA.

Fonte: Dados da Pesquisa

Nessas empresas que evidenciaram algumas combinações conjuntamente foi necessário considerar como uma única evidenciação para fins de análise para obtenção do índice de *disclosure*.

Contudo, dentre as 202 combinações de negócios identificadas, em seis casos não foi possível obter o preço da ação, em virtude desses dados não estarem disponíveis na base de dados ECONOMATICA® para consulta. Este fato impossibilita a utilização destas seis observações na análise de regressão linear múltipla que possui como variável dependente o preço da ação, conforme será explicado neste capítulo.

Desta maneira, seis observações precisaram ser retiradas da amostra, quais sejam: Évora, Multiner, Universo Online, Invepar e Berna Participações. A amostra final contemplou 196 observações para as análises estatísticas.

Entretanto, é importante salientar que na apresentação qualitativa dos resultados foram consideradas as 202 combinações de negócios. Apenas nas análises quantitativas (ANACOR e Regressão Linear Múltipla) é que foram realizadas as exclusões mencionadas e a amostra perfaz 196 observações.

Ressalta-se, também, que na fase de levantamento da amostra foi identificada uma aquisição de controle por meio unicamente contratual ocorrida na empresa Cosan em 2012. Apesar desses casos endossarem o conceito de combinação de negócios, esta combinação não foi incluída na amostra de pesquisa (portanto não integrou o Quadro

3) em virtude de não existir contraprestação nesses casos, constituindo uma situação diferente das observações utilizadas neste estudo.

3.3 Construção da métrica e obtenção do nível de *disclosure*

Para mensurar o nível de *disclosure* relativo a cada combinação de negócios componente da amostra calculou-se um **índice de *disclosure*** com base nas informações divulgadas pelas empresas em suas notas explicativas pertinentes ao ano em que ocorreu a combinação de negócios.

Para obtenção de cada índice de *disclosure*, primeiramente foi necessário elaborar uma métrica abrangendo as informações que precisam ser divulgadas pelas empresas concernentes às combinações de negócios realizadas.

De acordo com o CPC-15 R1 (2011), o adquirente deve divulgar informações que permitam aos usuários das demonstrações contábeis avaliarem a natureza e os efeitos financeiros de combinação de negócios que ocorra: i) durante o período de reporte corrente; ou ii) após o final do período de reporte, mas antes de autorizada a emissão das demonstrações contábeis.

Nakayama (2012) utilizou uma métrica com base nas determinações do CPC-15 (2009). A base para a métrica do referido autor foi a primeira versão do pronunciamento contábil relativo a combinações de negócios. Seu trabalho objetivou medir o nível de evidenciação das combinações de negócios no ano de 2010 e identificar fatores determinantes do nível de evidenciação realizado pelas empresas brasileiras.

A métrica desenvolvida na presente tese foi além da métrica utilizada por Nakayama (2012), visto que se realizou uma abertura das exigências contidas no CPC-15 R1 (2011), visando um detalhamento de informações sobre as combinações de negócios.

A intenção foi contribuir no atendimento do atributo de completeza preconizado pela Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil Financeiro do CPC (2011), que aduz que “para a informação ser representada fidedignamente ela precisa ser completa, neutra e livre de erros”.

De acordo com a referida Estrutura Conceitual do CPC (2011), para uma informação ser considerada completa ela precisa conter todas as informações necessárias sobre o fato relatado. Nessa perspectiva, a métrica elaborada está apresentada no Apêndice A deste trabalho.

Para obtenção do índice de evidenciação adotou-se a metodologia utilizada nas pesquisas sobre combinações de negócios realizadas por Shalev (2009), Nakayama (2012), e Nakayama e Salotti (2014), atribuindo 1 (um) para “Evidenciação do Item”, 0 (zero) para “Não Evidenciação do Item” e NA (Não se Aplica) para os casos em que determinado (s) item (s) da métrica não se aplica ao respectivo (s) caso (s).

Cada índice de *disclosure* foi obtido dividindo-se a quantidade evidenciada em notas explicativas pela quantidade total de itens da métrica que eram aplicáveis de evidenciação. A fórmula a seguir apresenta o procedimento utilizado no cálculo do índice relativo a cada combinação de negócio componente da amostra analisada nesta pesquisa.

$$\text{Índice de Disclosure} = \frac{\text{Quantidade de itens evidenciados nas Notas Explicativas}}{(\text{Quantidade Total de itens da Métrica} - \text{Itens que Não se Aplicam})}$$

Ressalta-se que cada combinação de negócios, componente da amostra, foi analisada individualmente. Dessa maneira, cada índice foi calculado de maneira individual respeitando o respectivo ano em que ocorreu a transação.

Conforme é possível observar na fórmula, houve a precaução no sentido de identificar as situações em que determinado item da métrica não se aplicava ao respectivo caso, pois estes itens não foram considerados na quantidade total de referência para cálculo do índice. Por exemplo, nas empresas que reconheceram *goodwill*, a evidenciação dos itens relativos ao “Ganho por Compra Vantajosa” não se aplica. Outro caso relativo à atribuição do “Não se Aplica” foi pertinente aos itens da métrica em que a própria empresa informou nas suas notas explicativas que não ocorreu o respectivo caso, permitindo então a atribuição do “Não se Aplica” ao respectivo item mencionado pela empresa.

Já nos casos em que a empresa nada mencionou sobre a ocorrência ou não de determinado fato correspondente a algum item da métrica, deixando então a dúvida se o fato deveria ter sido divulgado ou não, atribuiu-se como “Não Evidenciação do Item”, visto que não é possível saber se ocorreu ou não o fato passível de evidenciação.

Partiu-se do argumento que se o fato não se aplicava a empresa, a mesma poderia ter informado em suas notas explicativas, o que não deixaria dúvidas em seus usuários quanto à ocorrência ou não do item.

Como exemplo de obtenção do índice de *disclosure*, é apresentado a seguir o cálculo pertinente à combinação de negócios realizada pela empresa Gol no ano de 2011, em uma operação em que sua controlada VRG adquiriu a empresa Webjet (o controle passou a ser da empresa Gol).

Total de itens evidenciados nas notas explicativas da empresa Gol: 34

Total de itens que “**Não se Aplicam**”: 29

Total de itens da Métrica: 80

Dessa maneira:

$$\text{Índice de Evidenciação} = \frac{34}{(80-29)} = \mathbf{0,667}$$

O índice de evidenciação da empresa Gol, relativo à combinação de negócios realizada por sua controlada em 2011 (transação que lhe conferiu o controle da empresa Webjet) perfaz o valor de 0,667.

Assim, com base na métrica elaborada (Apêndice A), foram analisadas as notas explicativas das empresas que realizaram combinação de negócios em algum dos anos compreendidos entre o período 2010-2013.

Optou-se por analisar as notas explicativas integrantes das demonstrações contábeis anuais, denominadas de Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), em virtude da importância que suas informações representam para o mercado, visto que contemplam o lucro ou prejuízo líquido do exercício social.

Pesquisas semelhantes sobre *value relevance* do *goodwill* e/ou intangíveis identificáveis e *value relevance* do *disclosure*, realizadas por diversos autores, dentre eles: Jennings *et al.* (1996); Aboody e Lev (1998); Henning, Lewis e Shaw (2000); Dahmash, Durand e Watson (2009); Hassan *et al.* (2009); Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009); Hassan e Mohd-Saleh (2010); Oliveira, Rodrigues e Craig (2010); Vafaei, Taylor e Ahmed (2011); Xu, Anandarajan e Curatola (2011); Yamaji; Miki (2011); Abughazaleh; Al-Hares; Haddad (2012); Baboukardos e Rimmel (2014); Ciftci; Darrough; Mashruwala (2014), também utilizaram as informações provenientes das demonstrações contábeis anuais como base para o seu trabalho.

3.4 Apresentação das variáveis utilizadas

Neste tópico está apresentada a fundamentação das variáveis utilizadas nas análises estatísticas. A variável dependente é representada pelo preço da ação. O conjunto das variáveis explicativas é composto pelo nível de *disclosure* da combinação de negócios (Disc), *goodwill* reconhecido na combinação de negócios (Goodw), intangíveis identificáveis reconhecidos nas combinações de negócios (II), patrimônio líquido (PL) e resultado do exercício (Result).

3.4.1 Preço da ação (P) - variável dependente

Em relação à variável dependente “preço da ação”, a metodologia de operacionalização diverge em algumas pesquisas sobre *value relevance*.

Alguns estudos sobre *value relevance* utilizaram o preço da ação três meses após a data de encerramento do exercício social (VAF AEI; TAYLOR; AHMED, 2011). Como exemplos, podem-se mencionar os trabalhos de Jennings *et al.* (1996); Oliveira, Rodrigues e Craig (2010); Hassan e Mohd-Saleh (2010); Xu, Anandarajan e Curatola (2011).

Já outros trabalhos, como os realizados por Henning, Lewis e Shaw (2000); Godfrey e Koh (2001); Dahmash, Durand e Watson (2009); Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009); Abughazaleh, Al-Hares e Haddad (2012), utilizaram o preço da ação no encerramento do exercício social.

Os autores que optaram pela metodologia relativa ao preço da ação três meses após a data do exercício encerrado, ou mesmo outro período após a data de encerramento (2 meses, 4 meses, etc.), explicam que sua intenção é testar os preços das ações em que estejam refletidos os reflexos das informações contidas nas demonstrações financeiras anuais já publicadas.

Por outro lado, os autores que utilizaram o preço da ação no final do exercício social partem da perspectiva de que os investidores já conseguem prever e incluir em suas avaliações as respectivas variáveis utilizadas no modelo visando testar fatores que influenciam nos preços das ações. Em relação ao *disclosure*, Bushee e Leuz (2005) defendem que a boa reputação da empresa, em virtude das suas boas práticas de *disclosure*, estaria refletida no preço das ações.

Diante desta situação, semelhante à metodologia adotada no trabalho de Shamki e Rahman (2013), nesta pesquisa utilizaram-se três abordagens para operacionalização da variável “preço da ação”.

A intenção é verificar a significância das variáveis explicativas que compõem este estudo sob três perspectivas diferentes, possibilitando, assim, a comparação dos resultados pertinentes a cada momento em que se encontra o preço das ações. As três abordagens adotadas estão explanadas a seguir.

Na **primeira abordagem** utilizou-se o preço de fechamento da ação três meses após a data de encerramento do exercício social, conforme os trabalhos anteriores de Jennings *et al.* (1996); Oliveira, Rodrigues e Craig (2010); Hassan e Mohd-Saleh (2010); Xu, Anandarajan e Curatola (2011). Nos casos em que não houve cotação neste dia, utilizou-se o preço da ação relativo ao dia imediatamente posterior, em que houve cotação.

Na **segunda abordagem** adotou-se o preço de fechamento da ação no final do exercício social. Nesse caso, como normalmente não há pregão na BM&FBOVESPA no dia 31 de dezembro, utilizou-se o preço de fechamento concernente ao dia imediatamente posterior em que houve pregão. Estudos semelhantes de Henning, Lewis e Shaw (2000); Godfrey e Koh (2001); Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009); Dahmash, Durand e Watson (2009); Abughazaleh, Al-Hares e Haddad (2012) também utilizaram essa abordagem para operacionalizar o preço das ações.

Conforme já mencionado, tanto a primeira abordagem como a segunda abordagem foram utilizadas em pesquisas anteriores, na finalidade de vislumbrar o reflexo que as informações provenientes das demonstrações contábeis produzem no preço das ações das empresas de capital aberto.

Na mesma perspectiva dos trabalhos anteriores, mas visando estabelecer um padrão mais objetivo, na **terceira abordagem** realizou-se a verificação, no *website* da BM&FBOVESPA, da data de publicação das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) anuais pertinentes ao ano em que aconteceu cada combinação de negócios pertencente à amostra.

De posse a data de publicação das DFPs concernentes ao respectivo exercício social em que aconteceu cada combinação de negócios, foi coletado o preço de fechamento da ação imediatamente após a respectiva publicação das DFPs no site da BM&FBOVESPA.

Salienta-se que essa verificação foi a partir do primeiro dia após a publicação da DFP, por exemplo, se uma empresa publicou as suas DFPs referentes ao ano de 2010 em 19 de fevereiro de 2011, olhou-se o valor de fechamento da ação ordinária no dia 20 de fevereiro de 2011, e caso neste dia não tenha ocorrido negociação, utilizou-se o dia posterior em que aconteceu negociação e assim sucessivamente.

Essa metodologia visa garantir que o investidor teve acesso às informações contidas nas DFPs e notas explicativas integrantes, no momento em que ele negociou e fechou o negócio relativo ao preço da ação.

Nas três abordagens, coletou-se o preço de fechamento da ação ordinária, e quando este não estava disponível foi utilizado o valor da ação preferencial. Todos os dados relativos aos preços das ações (nas três abordagens adotadas nesta pesquisa) foram obtidos por meio da base de dados ECONOMATICA®.

3.4.2 Nível de *disclosure* da combinação de negócios - variável explicativa

As combinações de negócios são operações em que um adquirente obtém o controle de outra empresa (adquirida), passando então a ter preponderância nas principais atividades que podem afetar os retornos da adquirida (CPC-15 R1, 2011).

Considerando a magnitude dos impactos que as combinações de negócios podem gerar no ambiente econômico do país, o adequado *disclosure* das informações pertinentes a estas operações se faz importante (SHALEV, 2009).

Dentre os benefícios ocasionados pelo aumento no *disclosure* corporativo, Healy, Hutton e Palepu (1999) destacaram o melhor desempenho das ações da empresa no mercado. Na mesma linha de pesquisa, Bushee e Noe (1999) concluíram que os investidores tendem a ser atraídos por empresas com maiores níveis de *disclosure*.

As pesquisas indicam que um maior nível de *disclosure* acarreta em redução da assimetria informacional, ocorrendo uma redução no risco e, consequentemente, o reflexo pode ser visto na melhoria do desempenho das ações no mercado (HEALY; HUTTON; PALEPU, 1999; MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006).

Na Grécia, Baboukardos e Rimmel (2014) constataram que o *goodwill* tem um forte efeito sobre o preço das ações de empresas com elevado grau de evidenciação do *goodwill* com base na IFRS 3, mas

nenhum efeito no preço das empresas com baixo nível de divulgação do *goodwill*. Uma possível indicação que a redução do risco proporcionada por maiores níveis de divulgação é relevante para explicar o preço das ações.

Empresas que realizam um melhor nível de *disclosure* proporcionam um maior grau de confiabilidade aos investidores brasileiros (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006). Nessa perspectiva, espera-se que os investidores valorizem as empresas brasileiras com maior nível de *disclosure* sobre suas combinações de negócios. A hipótese H1 desta pesquisa (já fundamentada no referencial teórico) afirma exatamente que:

H1: Há uma relação positiva entre o nível de *disclosure* das combinações de negócios de empresas brasileiras e o preço das suas ações.

A operacionalização da variável “Disc” foi por meio de um índice de *disclosure* calculado conforme explicado no tópico 3.3 deste capítulo, cuja métrica de pesquisa encontra-se no Apêndice A deste trabalho.

3.4.3 Goodwill reconhecido na combinação de negócios - variável explicativa

O teste da variável explicativa “Goodw” pretende fornecer evidências para a aceitação ou refutação da segunda hipótese formulada nesta pesquisa (que diz respeito ao *value relevance* do *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios).

Estudos anteriores forneceram evidências estatísticas que o mercado atribui relevância ao *goodwill* reconhecido pelas empresas, como os de Jennings *et al.*, (1996); Henning, Lewis e Shaw, (2000); Godfrey e Koh, (2001); Dahmash, Durand e Watson (2009); e; Oliveira, Rodrigues e Craig (2010); Cazavan-Jeny (2011).

Ressalta-se que os trabalhos anteriores mencionados estudaram o *value relevance* do *goodwill* em países desenvolvidos, e esta pesquisa pretende fornecer evidências acerca de um mercado em desenvolvimento (emergente) como o Brasil.

Considerando que o *goodwill* somente pode ser reconhecido se adquirido em uma combinação de negócios, pretende-se testar a seguinte hipótese (já fundamentada no referencial teórico):

H2: O valor do *goodwill* reconhecido pelas empresas nas combinações de negócios é um fator significativo nas avaliações dos investidores acerca do preço da ação.

A informação relativa ao valor do *goodwill* reconhecido foi obtida por meio das notas explicativas relativas ao respectivo ano em que ocorreu a combinação de negócios.

Para operacionalizar a variável “*Goodw*” calculou-se o logaritmo natural (LN) do valor *goodwill* reconhecido na combinação de negócios em milhares de reais.

Em relação à transformação logarítmica, Barbetta (2008) explica que são recomendadas na utilização de variáveis econômicas ou medidas de tamanho em geral, visto que auxilia o pesquisador a encontrar um modelo mais adequado para os dados. Essa modificação transforma variações percentuais de mesma magnitude em variações constantes.

3.4.4 Intangíveis identificáveis reconhecidos - variável explicativa

Conforme já discutido anteriormente, apenas integram o valor do *goodwill* os ativos que não atendem aos critérios de reconhecimento de intangíveis individuais estabelecidos pelo CPC-04 R1 (2010), na data de aquisição.

Dessa maneira, as empresas adquirentes precisam estimar os valores atinentes aos intangíveis identificáveis e a parcela de ativos que não é passível de reconhecimento de maneira individual integrará o valor do *goodwill*.

A variável “Intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios” (II) foi incluída visando verificar se ela é significativa estatisticamente em relação ao preço da ação.

As pesquisas de Dahmash, Durand e Watson (2009) e Oliveira, Rodrigues e Craig (2010) verificaram que os intangíveis identificáveis são relevantes, no que compete ao preço da ação, nas avaliações dos investidores australianos e portugueses, respectivamente.

A informação referente ao valor dos intangíveis identificáveis reconhecidos foi obtida por meio das notas explicativas relativas ao respectivo ano em que aconteceu a combinação de negócios.

Para operacionalizar a variável “II” calculou-se o logaritmo natural (LN) do valor total dos intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios em milhares de reais.

3.4.5 Patrimônio líquido - variável explicativa

Alguns estudos sobre *value relevance*, partindo do Modelo de Ohlson (1995), demonstraram que a variável patrimônio líquido (PL) é significativa para explicar o preço das ações. Como exemplos, é possível citar os trabalhos de Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009); Oliveira, Rodrigues e Craig (2010); Dalmácio *et al.* (2011); Xu, Anandarajan e Curatola (2011); Yamaji e Miki (2011); Abughazaleh, Al-Hares e Haddad (2012). Nessa mesma linha de pesquisa, com base no Modelo de Ohlson (1995), a variável referente ao valor do patrimônio líquido foi utilizada nesta pesquisa.

O valor do Patrimônio Líquido das empresas componentes da amostra foi obtido por meio da base de dados ECONOMATICA®.

Para operacionalizar a variável “PL” calculou-se o logaritmo natural (LN) do valor do patrimônio líquido consolidado em milhares de reais.

3.4.6 Resultado do exercício anual - variável explicativa

A variável contábil “Resultado do exercício anual (Result)” se mostrou relevante em várias pesquisas sobre *value relevance*, que derivaram o modelo de Ohlson (1995), como exemplos pode-se mencionar os trabalhos de Rezende (2005); Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009); Oliveira, Rodrigues e Craig (2010); Alfaraiah e Alanezi (2011); Dalmácio *et al.* (2011); Yamaji e Miki (2011); Abughazaleh, Al-Hares e Haddad (2012); Silva, Macedo e Marques (2012).

No que compete a mercados emergentes, como é o caso do Brasil, a pesquisa de Alfaraiah e Alanezi (2011) no Kuwait demonstrou que o resultado do exercício anual é fortemente significativo para os investidores na avaliação do preço das ações, ao nível de significância estatística de 1%.

No Brasil, as pesquisas de Rezende (2005) e Silva, Macedo e Marques (2012) também demonstraram que o resultado do exercício é relevante para explicar o preço das ações.

O valor relativo ao resultado do exercício anual das empresas que compuseram a amostra nesta pesquisa foi obtido por meio da base de dados ECONOMATICA®.

Para operacionalizar a variável “Result” calculou-se o logaritmo natural (LN) do valor em milhares de reais do resultado do exercício anual consolidado.

3.4.7 Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa

Nos tópicos anteriores foram apresentadas as variáveis utilizadas nesta pesquisa. Para melhor visualização do conjunto destas variáveis, no Quadro 5 consta um resumo das mesmas.

Quadro 5 - Resumo do conjunto de variáveis utilizadas nesta pesquisa

Variável	Operacionalização	Tipo	Fonte
P	Preço da ação conforme as três abordagens expostas no tópico 3.3.1 da metodologia.	Dependente	Base de Dados Economática®
Disc	Índice de <i>disclosure</i> da Combinação de Negócios.	Explicativa	Índice calculado conforme apresentado no tópico 3.2 da Metodologia.
Goodw	Logaritmo natural (LN) do valor do <i>goodwill</i> (em milhares de reais) reconhecido na combinação de negócios.	Explicativa	Notas Explicativas referentes ao ano em que a empresa adquirente realizou a combinação de negócios.
II	Logaritmo natural (LN) do valor dos ativos intangíveis identificáveis (em milhares de reais) reconhecidos na combinação de negócios.	Explicativa	Notas Explicativas referentes ao ano em que a empresa adquirente realizou a combinação de negócios.
PL	Logaritmo natural (LN) do valor do patrimônio líquido consolidado (em milhares de reais) relativo ao ano em que ocorreu a combinação de negócios.	Explicativa	Base de Dados Economática®
Result	Logaritmo natural (LN) do valor do resultado do exercício consolidado (em milhares de reais) relativo ao ano em que ocorreu a combinação de negócios.	Explicativa	Base de Dados Economática®

Fonte: Elaborado pela autora

Conforme já mencionado anteriormente, calculou-se o logaritmo natural (LN) para cada uma das variáveis que estavam em milhares de reais, visto que os índices de evidenciação e o preço das ações possuem valores muito pequenos se comparados aos valores em milhares de reais.

O *software* SPSS® foi utilizado para realização dos resultados estatísticos.

3.5 Técnicas estatísticas utilizadas

Neste tópico estão apresentadas as duas técnicas estatísticas utilizadas neste estudo. Foram utilizadas duas técnicas de análises estatísticas, a saber: Análise de Correspondência (ANACOR) e Regressão Linear Múltipla.

A primeira (ANACOR) foi utilizada na intenção de verificar, exploratoriamente, a associação existente entre as variáveis utilizadas. Além disso, esta técnica também possibilitou fornecer associações complementares envolvendo o setor de atuação da empresa adquirente e o ano em que a combinação de negócios foi realizada.

Contudo, vale ressaltar que a ANACOR não fornece relação de causa e efeito entre as variáveis (MURCIA, 2009), e, portanto, não é suficiente para responder as hipóteses formuladas nesta pesquisa. Esta técnica permite apenas que, de maneira exploratória, o pesquisador possa ter uma noção das possíveis associações existentes entre as variáveis utilizadas (FÁVERO *et al.*, 2009).

Visando fornecer respostas as hipóteses levantadas nesta pesquisa, utilizou-se a Regressão Linear Múltipla. Por meio desta técnica foi possível testar se as variáveis explicativas Disc, Goodw, II, PL e Result são significativas para explicar o preço da ação (variável dependente).

3.5.1 Análise de correspondência (ANACOR)

Na intenção de realizar uma análise exploratória relativa à existência de associação entre as variáveis utilizadas nesta pesquisa, bem como fornecer algumas análises pertinentes ao setor de atuação da adquirente e ao ano em que a combinação de negócios foi realizada, utilizou-se a técnica estatística denominada de análise de correspondência (ANACOR).

Fávero *et al.* (2009) explicam que a ANACOR é uma técnica que permite verificar a existência de associação entre duas variáveis qualitativas por meio de um mapa perceptual.

Por meio da ANACOR verificou-se a associação entre as seguintes variáveis: preço da ação x nível de *disclosure*; preço da ação x valor do *goodwill* reconhecido; preço da ação x valor dos intangíveis identificáveis reconhecidos; preço da ação x valor do patrimônio líquido; e; preço da ação x valor do resultado do exercício.

Além disso, como complemento, demonstrou-se também a associação entre: nível de *disclosure* x setor de atuação da adquirente; e o nível de *disclosure* x ano em que a combinação de negócios foi realizada.

Em razão da técnica de análise de correspondência trabalhar com variáveis qualitativas, foi necessária a conversão das variáveis quantitativas em variáveis qualitativas, para isto optou-se por dividir as observações quantitativas em três grupos (valores altos, valores intermediários e valores baixos), esse procedimento foi adotado visando maior homogeneidade na divisão dos grupos de cada categoria.

O Quadro 6 apresenta cada variável quantitativa e suas respectivas categorias formadas para aplicação da ANACOR.

Quadro 6 – Variáveis e categorias analisadas

Tercil	Ranking	Preço da ação
1	1-65	Alto
2	66-130	Médio
3	131-196	Baixo
Tercil	Ranking	Nível de <i>disclosure</i> da combinação de negócios
1	1-65	Bom
2	66-141	Regular
3	142-196	Ruim
Tercil	Ranking	Goodwill
1	1-67	Alto
2	68-133	Médio
3	134-196	Baixo
Tercil	Ranking	Intangível identificável
1	1-49	Alto
2	50-86	Médio
3	87-196	Baixo
Tercil	Ranking	Patrimônio Líquido
1	1-47	Alto
2	48-104	Médio
3	105-196	Baixo
Tercil	Ranking	Resultado do Exercício
1	1-67	Alto
2	68-133	Médio
3	134-196	Baixo

Fonte: Elaborado pela autora

Em virtude da amostra possuir 196 observações de combinações de negócios (para as análises estatísticas, conforme já explicado), optou-se pela divisão em tercils, onde foi estabelecido um *ranking* (do maior para o menor), fazendo com que as observações com valores mais altos ocupassem o primeiro tercil, os valores intermediários o segundo tercil e os valores mais baixos o terceiro tercil.

Houve ocorrências de valores iguais na divisão dos tercils, nesses casos, visando estabelecer um padrão, foi necessário respeitar o *ranking* e finalizar o respectivo grupo somente ao final do número que se repetiu. Por exemplo: supondo que ao contar 65 observações no final

do primeiro tercil, o ultimo número fechou em 0,24, contudo as 4 observações posteriores também são de número 0,24 e somente na observação 70 tem-se o número 0,20 (que é menor e diferente do anterior). Dessa maneira, o primeiro tercil irá conter as 69 observações e o segundo tercil começa a contar a partir da observação 70.

Outra informação importante, é que a variável “intangíveis identificáveis” a partir de determinada observação no *ranking* começou a apresentar valores muito pequenos, desta maneira, visando não distorcer os resultados da ANACOR, realizou-se o corte entre o médio e pequeno quando se percebeu que em comparação aos demais valores considerados médios aquele valor ficaria discrepante.

3.5.2 Modelo de Regressão

A regressão linear múltipla pode ser compreendida como o estabelecimento de duas ou mais variáveis (denominadas explicativas, explanatórias ou independentes) visando explicar um determinado fenômeno representado por uma variável denominada dependente, também conhecida como prevista ou resposta (CUNHA; COELHO, 2009; FÁVERO *et al.*, 2009).

Nessa concepção, Fávero *et al.* (2009) explicam que o pesquisador precisa definir o escopo de sua pesquisa e o modelo que ele pretende estudar, na intenção de permitir que sejam tecidas conclusões acerca do impacto de uma ou mais variáveis explicativas sobre uma variável dependente.

Estudos sobre *value relevance* são utilizados para avaliar se determinadas variáveis contábeis refletem informações que são utilizadas pelos investidores para definir o preço da ação (BARTH; BEAVER; LANDSMAN, 2001).

Para responder ao problema formulado nesta pesquisa, com base em estudos anteriores, foram utilizadas as seguintes variáveis explicativas: nível de *disclosure* da combinação de negócios; valor do *goodwill* reconhecido na combinação de negócios; valor dos intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios realizada; valor do patrimônio líquido e valor do resultado do exercício.

As pesquisas sobre *value relevance* do *goodwill* realizadas por Lapointe-Antunes, Cormier e Magnan (2009); Oliveira, Rodrigues e Craig (2010); Yamaji e Miki (2011); Abughazaleh, Al-Hares e Haddad (2012), partindo do modelo de Ohlson (1995), utilizaram o resultado do

exercício e o valor do patrimônio líquido no final do exercício social como variáveis componentes no seu modelo.

Seguindo a mesma metodologia dos estudos anteriores mencionados, foram incluídas no modelo: o Resultado do Exercício (Result) e o valor do Patrimônio Líquido (PL) relativo ao ano em que ocorreu a combinação de negócios.

A seguir é apresentado o modelo utilizado na intenção de obter respostas às hipóteses formuladas nesta pesquisa:

Modelo:

$$P = \alpha + \beta 1. Disc + \beta 2. Goodw + \beta 3. II + \beta 4. Result + \beta 5. PL + \mu$$

Onde:

P = Preço da ação.

Disc = Índice de *disclosure* da combinação de negócios calculado conforme apresentado no tópico 3.2 deste capítulo de metodologia.

Goodw = Valor do *goodwill* reconhecido na combinação de negócios realizada.

II = Valor dos intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios realizada.

PL = Valor contábil do patrimônio líquido concernente ao ano em que ocorreu a combinação de negócios.

Result = Resultado do exercício relativo ao ano em que aconteceu a combinação de negócios.

3.6 Delimitações da Pesquisa

O período analisado compreende as combinações de negócios ocorridas entre os anos de 2010 até 2013, selecionando apenas os casos em que houve transferência de controle e a empresa esteve no papel de adquirente (obteve o controle de um negócio).

Não foram analisados os casos em que não houve transferência de controle (denominadas combinações de entidades ou negócios sob controle comum), em virtude de nesses casos não ser obrigatório o uso do método de aquisição conforme o CPC-15 R1 (2011).

A obtenção do nível de evidenciação foi com base nas notas explicativas integrantes das demonstrações financeiras padronizadas publicadas pelas empresas. Dessa maneira, os resultados relacionados ao

nível de *disclosure* das combinações de negócios restringem-se as informações contidas nos referidos documentos.

Optou-se pelo nível de *disclosure* praticado nas notas explicativas, levando em consideração a importância deste documento contábil, visto que nele devem constar os respectivos detalhamentos acerca das políticas contábeis que deram suporte a contabilização dos fatos contábeis que alteraram o patrimônio.

O *goodwill* analisado nesta pesquisa refere-se ao reconhecido na combinação de negócios, na data de aquisição, e não o *goodwill* total registrado no ativo intangível constante no Balanço Patrimonial Consolidado. Estudos que analisaram o ativo intangível testaram a relevância do *goodwill* total, mas como o foco dessa pesquisa centrou-se nas combinações de negócios, esta tese delimita-se ao valor do *goodwill* reconhecido na combinação de negócios.

Dessa maneira, este estudo delimita-se ao tema combinações de negócios e respectivo *goodwill* reconhecido nessas transações.

Outra delimitação da pesquisa, é que não foram incluídos os casos em que não ocorreu contraprestação na obtenção do controle, ou seja, aqueles em que a obtenção de controle ocorreu unicamente por meio contratual.

Este trabalho não possui a intenção de propor um modelo de avaliação do preço da ação das empresas que realizam combinações de negócios no Brasil, mas sim testar as hipóteses formuladas na pesquisa de maneira a aceitá-las ou refutá-las, dentro dos limites metodológicos estabelecidos.

3.7 Limitações da Pesquisa

Pesquisas utilizando índices de *disclosure* possuem uma limitação quanto à análise eminentemente qualitativa realizada no processo de verificação da evidenciação dos itens nas notas explicativas da empresa.

Nesse sentido, na parte qualitativa da pesquisa, o papel da pesquisadora foi essencial na função de analisar cada item constante na métrica e atribuir, conforme explicado na metodologia, o adequado parecer em relação à evidenciação ou não de cada item, bem como os casos em que o item não se aplica ao respectivo caso em específico.

Uma limitação de estudos utilizando índices de divulgação para investigar níveis de divulgação é que os resultados são válidos apenas na medida em que o índice de *disclosure* utilizado é apropriado. A seleção

dos itens incluídos na métrica de pesquisa, apesar de conter os itens obrigatórios de divulgação, inevitavelmente envolve algum grau de julgamento e subjetividade. Apesar dos pesquisadores tentarem diminuir tal subjetividade, ela não pode ser removida completamente (HASSAN *et al.*, 2009).

A pesquisa foi realizada em companhias abertas que atuam no Brasil e que realizaram algum tipo de combinação de negócios no papel de adquirente (obtendo o controle) no período entre 2010 e 2013. Dessa maneira, a generalização dos resultados para empresas atuantes em outros países não é possível de ser realizada, visto que o comportamento das empresas e dos investidores pode diferir dependendo o país de atuação, conforme ressaltado no trabalho de Vafaei, Taylor e Ahmed (2011), bem como a extrapolação dos resultados para outros períodos também não é possível.

Apesar da amostra de pesquisa contemplar quatro anos (2010-2013), o estudo não permite uma análise de dados em painel, visto que as combinações de negócios, na maioria dos casos, não foram realizadas todos os anos por todas as empresas da amostra, apesar de algumas empresas terem realizado combinações em vários anos, o comportamento da maioria é a realização de combinações esporádicas. Por exemplo, a empresa Gol realizou uma combinação de negócios em 2011, mas nos demais anos analisados não realizou combinação de negócios.

Em virtude do exposto, a amostra de pesquisa foi composta por combinação de negócios identificada e não por empresa. Analisou-se então cada combinação de negócios conforme os parâmetros explicados na metodologia.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo constam os resultados e discussões pertinentes à pesquisa realizada. Primeiramente estão apresentadas, de maneira qualitativa, algumas características observadas nas combinações de negócios que compuseram a amostra de pesquisa e a estatística descritiva dos dados.

Posteriormente estão demonstrados os testes estatísticos referentes: **i)** a realização da ANACOR para uma análise exploratória da associação entre as variáveis utilizadas; e; **ii)** a análise de regressão múltipla visando testar as hipóteses desta pesquisa.

4.1 *Disclosure* das combinações de negócios na amostra de pesquisa

O objetivo deste tópico é apresentar algumas características relacionadas ao *disclosure* das combinações de negócios realizadas pelas empresas de capital aberto brasileiras. A intenção é apresentar alguns detalhes e levantar algumas discussões sobre a evidenciação verificada nas notas explicativas.

Neste tópico também estão apresentadas as estatísticas descritivas pertinentes ao *goodwill*, aos intangíveis identificáveis e aos índices de *disclosure* das combinações de negócios.

4.1.1 Evidenciação do valor justo e do valor contábil dos ativos e passivos

O método de aquisição exige que as empresas adquirentes realizem a avaliação dos ativos e passivos da empresa adquirida ao seu valor justo na data de aquisição.

Diante disso, a métrica de pesquisa possui itens que dizem respeito à evidenciação dos valores relativos à avaliação a valor justo, bem como a divulgação dos itens ativos e passivos da adquirida aos seus respectivos valores contábeis.

A divulgação das informações mencionadas permite apurar a diferença entre o valor justo e o valor contábil, sendo possível observar se houve mais valia dos ativos, *goodwill* reconhecido ou ganho por compra vantajosa, conforme for o caso.

A Tabela 1 apresenta os resultados verificados na amostra analisada.

Tabela 1 - Evidenciação dos ativos e passivos da empresa adquirida

Itens da Métrica	Percentual de combinações de negócios que se constatou a evidenciação do item			
	2010	2011	2012	2013
Valor total do ativo da adquirida avaliado a valor justo. *	55,56%	63,64%	78,18%	85,19%
Valor total do passivo da adquirida avaliado a valor justo. *	42,59%	63,64%	78,18%	85,19%
Detalhamento do valor de cada ativo da adquirida avaliado a valor justo.	51,85%	59,09%	65,45%	81,48%
Detalhamento do valor de cada passivo da adquirida avaliado a valor justo.	38,89%	59,09%	65,45%	81,48%
Valor contábil do Patrimônio Líquido da adquirida.	35,19%	30,30%	29,09%	18,52%
Detalhamento do valor de cada ativo da adquirida a valor contábil.	18,52%	24,24%	25,45%	11,11%
Detalhamento do valor de cada passivo da adquirida a valor contábil.	18,52%	24,24%	23,64%	11,11%
Valor total que representa a parcela relativa a diferença entre o valor justo dos ativos líquidos e o valor contábil dos ativos líquidos da adquirida.	20,37%	31,82%	23,64%	14,81%
Detalhamento da diferença de valor justo em relação ao valor contábil relativa a cada ativo pertencente a adquirida.	11,11%	24,24%	20,00%	11,11%
Detalhamento da diferença de valor justo em relação ao valor contábil relativa a cada passivo pertencente à adquirida.	9,26%	24,24%	20,00%	11,11%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

* Itens obrigatórios solicitados explicitamente no pronunciamento contábil CPC-15 R1 (2011).

O item obrigatório constante no CPC-15 R1 pertinente ao “valor total do ativo da adquirida avaliado a valor justo” foi evidenciado na maior parte das combinações de negócios verificadas, o percentual de combinações de negócios que evidenciaram essa informação foi superior a 50% em todos os anos analisados.

Já em relação ao item “valor total do passivo da adquirida avaliado a valor justo”, este que também é obrigatório, verifica-se que no ano de 2010 ficou inferior a 50%, não alcançando o percentual do primeiro item (55,56%). O motivo da divergência entre esses dois percentuais foi em virtude da evidenciação realizada pela empresa Lopes Brasil (que realizou sete combinações de negócios no ano de 2010), mas evidenciou apenas os valores dos ativos a valor justo e nada

divulgou a respeito dos passivos a valor justo em suas notas explicativas.

É importante salientar que os itens relativos ao detalhamento dos ativos e passivos a valor justo, embora não solicitados de maneira explícita pelo CPC-15 R1 (2011), foram em média bem evidenciados pelas empresas analisadas.

Por outro lado, as informações relativas ao valor contábil dos ativos e passivos adquiridos nas combinações de negócios tiveram um baixo grau de evidenciação, o que dificulta ao usuário comparar a situação patrimonial da adquirida a valor contábil com a situação a valor justo e conhecer se houve ou não mais valia nos ativos.

A esse respeito cumpre ressaltar que consta no IASB (2014), no documento em que a autoridade contábil resumiu todos os comentários recebidos sobre a implementação da norma IFRS 3 revisada (*Summary of comments received*), uma das sugestões de divulgação, exposta pelos participantes do questionário aplicado, foi justamente a necessidade de divulgação dos valores contábeis dos ativos e passivos adquiridos.

Assim, cientes da relevância da divulgação das informações pertinentes ao valor contábil dos ativos e passivos da adquirida, uma das sugestões para inclusão na próxima versão da norma IFRS 3 é a obrigatoriedade de divulgação dos valores contábeis dos ativos e passivos da adquirida.

Ressalta-se que no referido documento do IASB (2014) constam apenas comentários/sugestões dos participantes do questionário aplicado, contudo, relata necessidades observadas na prática, sendo que o grupo de respondentes engloba, dentre outros usuários, o pessoal que trabalha na elaboração das demonstrações contábeis.

Os participantes são provindos de diversas regiões do mundo, dentre elas estão incluídas: Europa, Ásia, Oceania, Américas e África (IASB, 2014).

No Quadro 7, à guisa de exemplo, está demonstrada a evidenciação realizada pela empresa Abril Educação, no ano de 2013, relativa a aquisição do Grupo Motivo, na qual ela demonstrou os valores justos e valores contábeis dos ativos e passivos adquiridos.

Quadro 7 - Exemplo de evidenciação da Abril Educação no ano de 2013

As informações disponíveis e utilizadas para avaliação na data de aquisição as de 30 de junho de 2013, abaixo demonstradas:			
Posição em 30 de junho de 2013	Saldos Contábeis	Ajuste ao Valor Justo	Valores Justos
Caixa e equivalentes de caixa	712	-	712
Contas a receber de clientes	1.303	-	1.303
Estoques	52	-	52
Impostos a recuperar	217	-	217
Adiantamento e despesas antecipadas	669	-	669
Depósitos judiciais	14	-	14
Ativo imobilizado	1.453	-	1.453
Ativo intangível - cláusula de não competição	-	2.594	2.594
Ativo intangível - portfólio de apostilas	-	4.682	4.682
Ativo intangível – marcas	-	26.370	26.370
Fornecedores e demais contas a pagar	(3.115)	-	(3.115)
Impostos e contribuições a pagar	(236)	-	(236)
Imposto de renda e contribuição social a pagar	(189)	-	(189)
Total de ativos líquidos	880	33.646	34.526
Ágio	102.538		68.892
Total do custo de aquisição	103.418		103.418
Valor pago			81.418
Caixa adquirido			(712)
Desembolso líquido do caixa adquirido			80.706
Valor a pagar a prazo			22.000

Fonte: Notas explicativas da empresa Abril Educação referentes ao exercício social de 2013

A empresa Abril Educação reconheceu intangíveis identificáveis que antes não estavam registrados no ativo do Grupo

Motivo (provavelmente por não atenderem aos critérios de reconhecimento, conforme exposto no referencial teórico deste trabalho).

O valor que representa o *goodwill* (Diferença entre o valor da contraprestação e o valor justo dos ativos líquidos da adquirida), que ela denominou apenas de ágio, está apresentado na terceira coluna perfazendo R\$ 68.892. Valor significativo se comparado ao valor da contraprestação que foi no total de R\$ R\$ 103.418,00. A empresa não mencionou quais fatores deram origem ao *goodwill* reconhecido.

4.1.2 Evidenciação das premissas relacionadas à obtenção do valor justo

Em relação à evidenciação da maneira de cálculo para obtenção do valor justo, a métrica utilizada na pesquisa possui dois itens a respeito. A Tabela 2 demonstra os resultados observados na amostra pesquisada.

Tabela 2 - Evidenciação do cálculo do valor justo dos ativos e passivos

Item	Informação sobre a técnica de avaliação a valor justo dos ativos e passivos da adquirida			Principais dados que serviram de base para avaliar o valor justo (dados dos modelos utilizados)		
	Ano	Quantidade	Evidenciou o item	Percentual	Quantidade	Evidenciou o item
	2010	54	6	11,11%	54	5
	2011	66	2	3,03%	66	1
	2012	55	0	0,00%	55	0
	2013	27	3	11,11%	27	0

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Nota-se que as empresas de capital aberto brasileiras possuem uma deficiência na divulgação das informações relativas às premissas pertinentes ao cálculo do valor justo utilizado na avaliação de seus ativos e passivos adquiridos nas combinações de negócios.

Apesar de grande parte das empresas divulgarem os valores atinentes aos ativos e passivos da adquirida a valor justo (conforme visto na Tabela 1), a maioria delas não informa a maneira de obtenção dos valores justos evidenciados.

As empresas que prestaram informações sobre o item “informação sobre a técnica de avaliação a valor justo dos ativos e

passivos da adquirida” foram: Cetip, Braskem, Marfrig, Gol, Lojas Renner, Vigor e Totvs.

No que compete ao segundo item “principais dados que serviram de base para avaliar o valor justo”, apenas as empresas Braskem, Marfrig e Lojas Renner evidenciaram a informação.

Salienta-se que, para os casos em que as empresas ainda não haviam concluído a avaliação do valor justo dos ativos e passivos na data do encerramento do exercício, o CPC-15 R1 (2011) determina que a mesma realize uma estimativa, por meio das informações disponíveis, dos valores provisórios. Dessa maneira, as empresas que se encontravam nessa condição poderiam informar e divulgar como estimaram os valores provisórios.

Apesar de os dois itens constantes na Tabela 2 não estarem contidos de maneira explícita no CPC-15 R1 (2011), o mesmo pronunciamento contábil determina a avaliação dos valores justos pelo método de aquisição, bem como sua divulgação, entende-se então que de maneira implícita existe a necessidade de evidenciar essas informações aos usuários externos, e por isso esses itens foram incluídos na métrica de pesquisa.

Inclusive, reforçando esse ponto de vista, é importante salientar que no documento do IASB (2014), outra sugestão dos respondentes do questionário foi exatamente a necessidade da divulgação de mais detalhes acerca das premissas utilizadas no cálculo do valor justo.

Dessa maneira, maior transparência em relação ao valor justo, são necessidades de evidenciação já apontadas por outros usuários da contabilidade que participaram do questionário do IASB em 2014, visando nova revisão da norma IFRS 3.

De certa forma, esses resultados corroboram necessidades que já haviam sido apontadas por alguns usuários de diversos países que também adotam as normas IFRS.

Outros dois itens da métrica de pesquisa dizem respeito à menção sobre a existência de um laudo de avaliação dos ativos e passivos a valor justo e a informação acerca do nome da empresa especializada que foi contratada para realizar a avaliação.

Na Tabela 3 estão apresentados os resultados constatados nas combinações de negócios analisadas.

Tabela 3 - Evidenciação do laudo de avaliação de ativos e passivos

Item	Menção da existência de laudo de avaliação dos ativos e passivos adquiridos.			Nome da empresa contratada para emitir o laudo.		
Ano	Quantidade	Evidenciou o item	Percentual	Quantidade	Evidenciou o item	Percentual
2010	54	6	11,11%	54	1	1,85%
2011	66	25	37,88%	66	1	1,52%
2012	55	13	23,64%	55	0	0,00%
2013	27	13	48,15%	27	1	3,70%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Na maioria das combinações de negócios observadas, as empresas não mencionaram a existência de laudo de avaliação dos ativos e passivos a valor justo. Contudo, nota-se que houve uma leve melhora em 2013 em que o item foi evidenciado em 48,15% das combinações de negócios analisadas no referido ano.

No que concerne à menção ao nome da empresa contratada para emitir o laudo, constatou-se uma quantidade de evidenciações muito pequena (quase nula), sendo que nos anos de 2010, 2011 e 2013 apenas 1 empresa mencionou essa informação e em 2012 nenhuma das 55 combinações de negócios apresentaram essa informação.

Realizando um resumo deste tópico, é possível afirmar que nas notas explicativas das empresas brasileiras que compuseram a amostra nesta pesquisa, existem poucas informações sobre: i) as técnicas utilizadas para cálculo do valor justo; ii) os principais dados que serviram de base para o cálculo; iii) a existência de laudo de avaliação do valor justo; iv) nome da empresa contratada para emissão do laudo de avaliação.

Essa situação aumenta a subjetividade em torno dos valores reconhecidos nas combinações de negócios, prejudicando a transparência das informações.

4.1.3 Reconhecimento de *goodwill* e de ganho proveniente de compra vantajosa

Nas 202 combinações de negócios identificadas no período entre 2010 e 2013, a maioria dos casos (166) reconheceu *goodwill*. Em menor proporção, algumas dessas combinações reconheceram ganho proveniente de compra vantajosa (20). A Tabela 4 demonstra os resultados encontrados.

Tabela 4 - *Goodwill* e ganho por compra vantajosa na amostra

Ano	Total de Combinações	Reconheceram <i>Goodwill</i>		Reconheceram Ganho Compra Vantajosa		Não Reconheceram nem <i>Goodwill</i> nem Ganho	
		Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
2010	54	39	72,22%	11	20,37%	4	7,41%
2011	66	57	86,36%	4	6,06%	5	7,58%
2012	55	43	78,18%	5	9,09%	7	12,73%
2013	27	27	100,00%	0	0,00%	0	0,00%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Os resultados permitem afirmar que a maioria das companhias abertas que compuseram a amostra nesta pesquisa reconheceram *goodwill* na data de aquisição.

Houve ainda os casos em que a empresa evidenciou que o valor pago foi exatamente igual ao valor justo dos ativos líquidos a valor justo adquiridos na combinação de negócios, não existindo, portanto, *goodwill* ou ganho por compra vantajosa (16). Em alguns desses casos, a empresa nada esclareceu a respeito, um exemplo é a aquisição da empresa Breitenener Energética pela Petrobras no ano de 2010.

4.1.4 Valor do *goodwill* reconhecido em relação à contraprestação

Para fins exclusivos de medição e apresentação da expressividade do valor do *goodwill* reconhecido na amostra de pesquisa, foi necessário realizar algumas exclusões visando não distorcer os resultados.

No ano de 2010 dentre as 39 combinações que reconheceram *goodwill*, foi necessário retirar as realizadas pela Weg e Karsten. A primeira por não ter evidenciado o valor da contraprestação e a segunda pelo fato do valor do *goodwill* ser irrelevante em relação à contraprestação, praticamente zero, o que a torna uma observação discrepante em relação às demais.

No ano de 2011, foi preciso excluir a empresa Minerva S. A. que realizou a aquisição da Brascasing Comercial Ltda. por Estágios, tendo a necessidade de reavaliar a participação anterior a valor justo, gerando assim um *goodwill*, que representou 1.663,63% do valor da contraprestação em troca da aquisição do controle. Por essa razão, essa

observação ficou discrepante em relação às outras e também foi retirada da amostra.

Em 2012 não foi necessário realizar ajuste. No ano de 2013 foi necessário retirar a empresa Profarma, que adquiriu uma empresa com Patrimônio Líquido negativo a valor justo (CSB Drogarias) e calculou e evidenciou um valor de *goodwill* muito superior ao valor da contraprestação (mais adiante esse caso será analisado individualmente). A proporção do *goodwill* reconhecido em relação à contraprestação foi de 660,82%, tornando essa observação discrepante em relação aos demais casos analisados.

Mediante os devidos ajustes mencionados, a Tabela 5 demonstra a estatística descritiva da proporção do *goodwill* reconhecido em relação à contraprestação.

Tabela 5 - Proporção do *goodwill* em relação à contraprestação

	2010	2011	2012	2013
Média	71,75%	76,04%	71,82%	59,57%
Erro padrão	7,11%	3,54%	5,17%	6,20%
Mediana	68,48%	77,03%	73,02%	64,12%
Desvio padrão	43,26%	26,50%	33,91%	31,62%
Mínimo	8,76%	3,23%	0,90%	1,97%
Máximo	245,78%	159,62%	155,19%	139,33%
Observações	37	56	43	26

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

A média da proporção do *goodwill* em relação à contraprestação foi superior em 50% nos quatro anos analisados. Observando em conjunto com a mediana relativa a cada um dos anos reforça as evidências que o valor do *goodwill* se mostra expressivo (significativo) em relação à contraprestação, em grande parte dos casos analisados.

Outro fato que chama atenção é que os valores máximos em todos os anos excederam 100%. Isso ocorreu porque dentre as 162 combinações de negócios constantes na Tabela 5, em 18 casos as adquirentes reconheceram um valor de *goodwill* superior ao valor da contraprestação.

Ou seja, a adquirente comprou uma empresa cujo valor dos ativos líquidos avaliados a valor justo resultou em valor negativo. Em outras palavras, as empresas pagaram (ou assumiram o compromisso de

pagar) por uma empresa que estava com o Patrimônio Líquido a valor justo negativo (passivo a descoberto).

A indagação referente aos casos mencionados é: Como uma adquirente pode reconhecer um *goodwill* superior ao valor da contraprestação acordada na combinação de negócios? A reflexão é: Se após a avaliação do valor justo dos ativos e passivos chegou-se a um passivo a descoberto, existem dívidas a pagar que não estão cobertas pelos ativos da adquirida.

Se as dívidas forem assumidas pela adquirente, nesse caso, elas (adquirentes) deveriam, conforme o CPC-15 R1 (2011), ter incluído esse valor na contraprestação. Se elas tivessem procedido dessa maneira, não existiria essa discrepância em relação ao valor do *goodwill* e o valor da contraprestação e o procedimento estaria em conformidade com as normas contábeis.

Mas como elas não informaram que assumiram tal responsabilidade e apenas incluíram no valor no *goodwill* sem incorporar o valor na contraprestação, a evidenciação ficou confusa.

A esse respeito, outro ponto constante nos comentários enviados ao IASB (2014) é a necessidade de esclarecimentos sobre os fatores que formam o *goodwill* e melhor detalhamento da natureza dos intangíveis identificáveis reconhecidos na data de aquisição, conforme será apresentado e discutido mais a frente.

Na Tabela 6 estão contemplados os casos em que foi evidenciado na combinação de negócios um valor de *goodwill* que constitui uma proporção superior a 100% em relação ao valor da contraprestação, ou seja, supera em mais de 100% o valor da contraprestação acordada na transação realizada.

Tabela 6 - Casos de *goodwill* superior a 100% do valor da contraprestação

	142,43%	Dasa acquire Cerpe
2010	143,60%	Kroton acquire Iuni
	102,45%	Contax acquire a Ability
	245,78%	Suzano Papel e Celulose acquire a Futuragene
2011	105,77%	Abril Educação acquire Grupo ETB
	106,23%	Anhanguera acquire totalidade da UNICTS
	159,62%	Anhanguera Educacional Particip adquiriu FIT
	118,88%	Kroton Educacional acquire Ceama
	112,77%	Kroton Educacional acquire FAIS
	110,20%	Cosan S.A. Indústria e Comércio acquire Álcool Ltda.
	103,28%	Estácio Participações S.A. acquire IDEZ Empreendimentos
2012	155,19%	Estácio Participações S.A. acquire UNIUOL
	119,63%	Estácio Participações S.A. acquire Unisãoluis Educacional S.A.
	121,58%	International Meal Company Holdings S.A. a Rede Wraps e Go Fresh
	116,04%	Kroton Educacional por meio de sua controlada acquire Unirondon
	116,10%	Profarma acquire o controle da Arp Med S/A
	102,55%	Qualicorp acquire Grupo Padrão
2013	139,33%	Totvs acquire RMS Software S.A. e Webstrategie Software Ltda.

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

As empresas do ramo educacional Kroton, Anhanguera e Estácio Participações S.A realizaram várias combinações de negócios em que evidenciaram um *goodwill* com valor superior ao da contraprestação, em outras palavras, elas adquiriram empresas em que a avaliação dos ativos e passivos a valor justo resultou num patrimônio líquido negativo.

Conforme mencionado anteriormente, um caso discrepante ocorrido em 2013 é a aquisição da empresa CSB Drogarias S.A. pela empresa Profarma. Nessa transação, o *goodwill* evidenciado pela adquirente representou 660,82% do valor da contraprestação. Esse caso está demonstrado como exemplo no Quadro 8.

Quadro 8 - Exemplo de evidenciação realizada pela empresa Profarma

Ativos Identificáveis Adquiridos e Passivos Assumidos a Valor Justo	Em 25/09/2013
Caixa e equivalentes de caixa	696
Contas a receber e outros créditos	23.812
Estoques	35.893
Imobilizado	11.476
Software	1.382
Marca	50.562
Ponto comercial	29.939
Fornecedores e outras contas a pagar (*)	(87.080)
Empréstimos e financiamentos	(55.957)
Impostos a recolher	(53.452)
Provisão para riscos	(35.192)
Acervo Líquido - 100%	(77921)
<p>(*) do saldo de fornecedores em aberto em 30/09/2013 R\$ 81.580 são referentes a transações em aberto com a Profarma</p> <p>A única contraprestação transferida aos antigos acionistas da CSB Drogarias ocorreu no valor simbólico de R\$ 1 (um real), sendo a transação estruturada basicamente, com a assunção dos passivos mantidos pelo CSB.</p> <p>Na operação de compra a Profarma através de sua controlada assumiu passivos relativos a débitos tributários da CSB Holding antiga controladora da Rede de Drogarias CSB, no montante de R\$ 13.894.</p> <p>Resumo da Operação</p>	
Valor Total dos Débitos Transferidos da CSB Holding	13.894
Valor Contábil dos Investimentos	(77.921)
Ágio	91.815

Fonte: Notas explicativas referentes ao ano de 2013 da empresa Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A.

A empresa declara que está evidenciando os valores ativos e passivos a valor justo, porém, no resumo da operação ela atribuiu à denominação de “Valor Contábil dos Investimentos” em que apresentou o passivo a descoberto no valor de (R\$ 77.921).

A falta dos valores contábeis dos ativos e passivos para proporcionar ao usuário a comparação entre o valor justo e o valor contábil fica explícita neste contexto. O que corrobora a necessidade apontada pelos respondentes ao questionário do IASB (2014).

Num momento a empresa evidenciou como sendo o valor justo e em outro ela denominou o mesmo valor como sendo “contábil”. Em adição a isso, ela também não mencionou de maneira qualitativa os fatores que integram o *goodwill* reconhecido.

A adquirente não incluiu o valor das dívidas relativas à assunção do patrimônio líquido negativo no valor total da contraprestação, e tampouco forneceu detalhes para ter a possibilidade de saber. Em função disso, a proporção do *goodwill* em relação à contraprestação perfaz um percentual de 660,82%, gerando uma proporção discrepante.

4.1.5 Intangíveis identificáveis reconhecidos nas combinações de negócios

Quando a empresa consegue identificar o intangível, pelo qual ela está pagando um valor maior que o valor do Patrimônio Líquido da adquirida a valor justo, e este ativo atende aos critérios de reconhecimento emanados pelo CPC-04 R1 (2010), ela deve reconhecê-lo individualmente, ou seja, separado do *goodwill*.

Na Tabela 7 está demonstrada a quantidade de intangíveis identificáveis reconhecidos na amostra analisada.

Tabela 7: Intangíveis identificáveis reconhecidos na amostra analisada

Ano	Total de Combinações	Evidenciaram Intangíveis Identificáveis		Não Evidenciaram Intangíveis Identificáveis	
		Quantidade	% em relação ao total de combinações de negócios	Quantidade	% em relação ao total de combinações de negócios
2010	54	20	37,04%	34	62,96%
2011	66	45	68,18%	21	31,82%
2012	55	38	69,09%	17	30,91%
2013	27	16	59,26%	11	40,74%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Os ativos intangíveis identificáveis foram reconhecidos em uma parcela significativa de combinações de negócios nos anos de 2011, 2012 e 2013 (superior a 50%). Para expandir o campo de análise, a Tabela 8 demonstra uma comparação entre as empresas que reconheceram *goodwill* e intangíveis identificáveis.

Tabela 8: *Goodwill* reconhecido x intangíveis identificáveis reconhecidos

Ano	Total	Reconheceram <i>goodwill</i>		Reconheceram intangíveis identificáveis		Reconheceram <i>goodwill</i> e intangíveis identificáveis	
		Quantidade	%	Quantidade	%	Quantidade	%
2010	54	39	72,22%	20	37,04%	12	22,22%
2011	66	57	86,36%	45	68,18%	40	60,61%
2012	55	43	78,18%	38	69,09%	29	52,73%
2013	27	27	100,00%	16	59,26%	16	59,26%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Em 2010, apenas 12 empresas reconheceram, em conjunto, o *goodwill* e intangíveis identificáveis. Em 27 (39 – 12) combinações de negócios realizadas houve o reconhecimento apenas de *goodwill*, sem a identificação de nenhum intangível que pudesse ter sido reconhecido individualmente na data de aquisição.

No ano de 2011, no que concerne às empresas que reconheceram intangíveis identificáveis, as cinco que não reconheceram *goodwill* referem-se a: duas combinações em que não foi reconhecido nem *goodwill* nem ganho por compra vantajosa e as outras três são combinações de negócios em que foi registrado ganho por compra

vantajosa. É possível constatar que 17 (57 - 40) empresas reconheceram *goodwill* e não reconheceram intangíveis identificáveis.

Em relação ao ano de 2012, dentre as nove (38 - 29) empresas que reconheceram intangíveis identificáveis e não reconheceram *goodwill*, sete não reconheceram nem *goodwill* e nem ganho por compra vantajosa e duas reconheceram ganho por compra vantajosa. Já 14 empresas (43 - 29) reconheceram *goodwill* e não reconheceram intangíveis identificáveis.

Em 2013, as 16 empresas que reconheceram intangíveis identificáveis também reconheceram *goodwill*. E 11 empresas (27 - 16) reconheceram *goodwill*, mas não reconheceram intangíveis identificáveis.

Em uma análise geral, é possível perceber que as empresas que reconhecem *goodwill* não necessariamente reconhecem intangíveis identificáveis, visto que há empresas que alocaram tudo exclusivamente ao *goodwill*.

Uma parte das empresas que reconheceu *goodwill* na combinação de negócios não reconheceu intangível identificável, sendo então possível constatar que no momento da aquisição elas pagam, ou se comprometem a pagar, por uma expectativa de rentabilidade futura com base em ativos que não foram possíveis de identificação individual na data de aquisição.

Esse comportamento das empresas pode ter relação com o período de mensuração permitido pelo CPC-15 R1 (2011), visto que no prazo de 12 meses da data de aquisição a empresa poderá realizar os ajustes reconhecendo os ativos identificáveis e a contrapartida dos ajustes será o *goodwill*. Mas, independente do período de mensuração, é perceptível, que a maioria das empresas tende a alocar a maior parte ao *goodwill* no momento da combinação.

Entre os comentários constantes no documento do IASB (2014) sobre a IFRS 3, algumas opiniões aduzem que o período de mensuração para ativos intangíveis adquiridos em combinações de negócios é um elemento com pouca utilidade para os investidores, tendo em vista que pode gerar confusão e limitar a comparabilidade.

A ideia subjacente é que a existência de um período de 12 meses para alterar o valor dos intangíveis abre espaço para uma discricionariedade no momento de alocar os valores na data de aquisição, o que prejudica a comparabilidade.

Nas empresas componentes da amostra, essa situação também se confirma, elas tendem a alocar tudo ao *goodwill*. Nesse contexto,

outro fato a considerar é que as empresas não divulgam os fatores que compõem o *goodwill* reconhecido (conforme será demonstrado no próximo tópico). Fica subjetivo reconhecer um ativo que se sabe apenas que indica uma expectativa de rentabilidade, porém não se tem conhecimento dos fatores que permitem estimar essa rentabilidade futura.

As críticas da literatura em relação ao *goodwill* centram justamente na subjetividade e maleabilidade que esse ativo possui comparado aos intangíveis identificáveis. Não se está querendo afirmar que os intangíveis identificáveis não são passíveis de subjetividade no seu reconhecimento, pois de fato eles também estão sujeitos à manipulação, o que se está querendo chamar atenção é para a baixa divulgação acerca dos fatores que compõem o *goodwill*.

A falta de evidenciação a respeito do *goodwill* reconhecido apenas aumenta o caráter subjetivo deste ativo, inclusive a subjetividade relativa aos testes no valor recuperável que serão realizados posteriormente.

A Tabela 9 demonstra a estatística descritiva comparando os valores reconhecidos como *goodwill* com os valores reconhecidos como intangíveis identificáveis ao longo do período entre 2010 e 2013. Todos os valores estão expressos em milhares de reais.

Tabela 9 - Estatística descritiva *goodwill* x intangíveis identificáveis 2010-2013

	<i>Goodwill</i>	Intangíveis Identificáveis
Média	119.279,90	90.100,82
Erro padrão	21.427,54	19.897,03
Mediana	29.292,50	15.700,00
Desvio padrão	276.074,49	217.051,00
Mínimo	14,00	104,00
Máximo	2.482.767,00	1.420.110,00
Observações	166	119

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

No período entre 2010 e 2013 a média do valor reconhecido na conta *goodwill* na data de aquisição foi superior aos valores reconhecidos como intangíveis identificáveis, o número de empresas que reconheceu *goodwill* também é superior.

Outro ponto a mencionar é que o valor máximo reconhecido como *goodwill* durante o período analisado é superior em 74,82% comparado ao valor máximo reconhecido como intangível identificável. Essa comparação reforça a percepção que no período analisado as empresas tenderam a alocar a maior parcela do valor da contraprestação ao *goodwill*.

Visando proporcionar a comparação anual dos dados, a Tabela 10 apresenta a estatística descritiva comparando os valores reconhecidos na conta *goodwill* com os valores reconhecidos como intangíveis identificáveis em cada ano analisado.

(Valores em milhares de reais - exceto o número de observações)

Tabela 10 - Estatística descritiva *goodwill* x intangíveis identificáveis por ano

	2010		2011		2012		2013	
	<i>Goodwill</i>	Intangível Identificável	<i>Goodwill</i>	Intangível Identificável	<i>Goodwill</i>	Intangível Identificável	<i>Goodwill</i>	Intangível Identificável
Média	111.562,36	153.710,15	116.498,61	53.349,36	150.176,56	119.524,82	87.093,26	44.070,69
Erro padrão	34.417,14	60.914,61	32.648,13	19.219,43	61.900,34	46.879,34	24.640,93	22.292,98
Mediana	44.051,00	28.388,00	21.889,00	9.367,00	23.677,00	16.430,00	48.843,00	19.463,00
Desvio padrão	214.934,97	272.418,44	246.487,96	128.927,86	405.907,69	288.983,64	128.038,04	89.171,92
Mínimo	14,00	1.046,00	1.000,00	242,00	126,00	104,00	47,00	1.099,00
Máximo	1.170.185,00	1.051.422,00	1.163.607,00	678.248,00	2.482.767,00	1.420.110,00	551.801,00	370.029,00
Observações	39	20	57	45	43	38	27	16

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

No ano de 2010 o valor médio reconhecido na conta *goodwill* foi inferior ao valor médio correspondente ao reconhecimento de intangíveis identificáveis. Entretanto, cabe ressaltar que o desvio padrão referente aos intangíveis identificáveis foi superior indicando que existem mais valores se distanciando da média nesse grupo. Também vale salientar que o número de combinações que reconheceram *goodwill* foi superior ao número de combinações em que foram reconhecidos intangíveis identificáveis, conforme já demonstrado anteriormente.

Por outro lado, nos anos de 2011, 2012 e 2013 a média de valores reconhecidos na conta *goodwill* superou a média de valores reconhecidos como intangíveis identificáveis. Ressalta-se, nestes casos, que o desvio padrão relativo aos valores reconhecidos como *goodwill* superou em todos os casos, comparativamente, o desvio padrão referente aos intangíveis identificáveis.

No entanto, é perceptível que o valor máximo reconhecido como *goodwill* foi superior em todos os anos em comparação aos valores máximos dos intangíveis identificáveis, inclusive no ano de 2010.

No Quadro 9 estão apresentadas as denominações de intangíveis identificáveis encontradas nas notas explicativas das empresas que compuseram a amostra de pesquisa.

Quadro 9 - Denominações dos intangíveis identificáveis na amostra analisada

Intangível identificável adquirido	2010	2011	2012	2013	Total
	Frequência	Frequência	Frequência	Frequência	
Marca	15	18	18	10	61
Carteira de clientes ou Lista de Clientes	8	27	11	7	53
Acordo de não competitividade	8	22	11	8	49
Direito de Lavra	6	4	2	0	12
Relacionamento contratual com clientes	1	1	6	3	11
Licenças	1	7	1	1	10
Direito de Exploração	0	2	3	0	5
Contratos de clientes e fornecedores	2	2	0	0	4
Portfólio de apostilas	1	1	0	2	4
Fundo de Comércio	0	1	3	0	4
Patentes	1	1	0	1	3
Tecnologia	2	0	0	1	3
Redes de polos	0	2	1	0	3
Direito de concessão	0	0	3	0	3
Software	0	0	2	1	3
Direitos sobre pontos comerciais	0	0	2	0	2
Exploração de vendas	0	1	0	0	1
Contrato de exclusividade	0	1	0	0	1
Direito de uso de aeroporto	0	1	0	0	1
Direito readquirido	0	0	1	0	1
Convênios	0	0	1	0	1
Canais de distribuição	0	0	0	1	1
Total	45	91	65	35	236

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Os intangíveis representados por “Marca”; “Carteira de Clientes ou lista de clientes” e “Acordo de não competitividade” foram os mais reconhecidos na data de aquisição, pelas empresas que compuseram a amostra de pesquisa.

Houve alguns casos, em que as empresas reconheceram o fundo de comércio separadamente do *goodwill*. Martins *et al.* (2010) explicam

que o fundo de comércio faz parte do *goodwill*, não sendo separável do negócio, e, portanto, não atendendo aos critérios para ser reconhecido separadamente.

Percebe-se que a confusão conceitual acerca do *goodwill* (demonstrada e discutida na pesquisa de Martins *et al.* 2010) existe também no cotidiano das empresas brasileiras.

Além disso, as empresas não entram em detalhes quanto aos intangíveis reconhecidos, em sua maioria, elas apenas divulgam o nome do ativo reconhecido, o que dificulta o entendimento sobre sua natureza. Nessa situação encontrada, mesmo os intangíveis identificáveis provocam dúvidas quando não evidenciados adequadamente.

Sem um detalhamento das informações pertinentes aos intangíveis identificáveis reconhecidos, dificulta o discernimento acerca da natureza desses ativos, bem como prejudica a comparabilidade, tendo em vista que as denominações utilizadas pelas empresas podem diferir entre elas.

Além disso, houve oito combinações de negócios (duas no ano de 2010; três em 2012; e três em 2013) nas quais não foram informados os nomes dos intangíveis identificáveis reconhecidos. Elas informaram apenas que reconheceram intangíveis identificáveis, mas não especificaram a identificação.

No Quadro 10 é apresentado um trecho da evidenciação pertinente à combinação de negócios realizada pela empresa JSL, na qual ela adquiriu a empresa Movida.

Quadro 10 – Exemplo de evidenciação empresa JSL

Conforme laudo de Alocação de Preço de Compra emitido pela BDO RCS Auditores Independentes, R\$ 1.118 foram alocados na rubrica Ativo Intangível na aquisição da Movida (NE, 2013, JSL S.A.).

Fonte: Notas Explicativas JSL S.A. referentes ao ano de 2013

A JSL divulgou apenas essa informação acerca do reconhecimento de intangíveis, não se consegue saber quais ativos foram reconhecidos nessa combinação de negócios.

Mediante essa situação, ressalta-se a importância da evidenciação completa. Numa visão geral, a maneira de evidenciação que está sendo praticada por grande parte das empresas que compuseram a amostra nessa pesquisa não permite a compreensão da natureza dos ativos que estão sendo reconhecidos no momento da combinação de negócios.

Essa situação pode indicar possíveis dificuldades e dúvidas ainda existentes nas empresas brasileiras acerca desses pontos constantes na norma CPC-15 R1 (2011).

4.1.6 Evidenciação dos fatores que compõem o *goodwill* reconhecido

Conforme foi mencionado no item anterior, as empresas não divulgam os detalhes pertinentes aos intangíveis identificáveis reconhecidos, e em relação ao *goodwill* o problema também foi constatado.

Um dos itens componentes da métrica de pesquisa diz respeito aos “fatores que compõem o *goodwill* registrado”, tendo em vista que está sendo reconhecido um ativo, o CPC-15 R1 (2011) determina que as empresas divulguem os fatores que compõem o *goodwill* reconhecido.

O Quadro 11 contempla a situação encontrada nas notas explicativas das empresas brasileiras, no que tange as informações atinentes aos fatores que formaram o *goodwill* reconhecido na combinação de negócios, que corresponde ao item 3.2 da métrica de pesquisa, apresentada no Apêndice A deste trabalho.

Quadro 11 - Descrição qualitativa dos fatores que compõem o *goodwill*

Evidenciação encontrada na amostra de combinações de negócios analisada	Ano				Totais
	2010	2011	2012	2013	
Não evidenciou os fatores que compõem o <i>goodwill</i> reconhecido na combinação de negócios.	28	45	26	21	120
O <i>goodwill</i> reconhecido é referente às sinergias esperadas da combinação de negócios realizada.	4	1	6	1	12
O <i>goodwill</i> compreende as expectativas de lucratividade futura e às economias de escala esperadas.	1	3	4	0	8
O <i>goodwill</i> pago na combinação de negócios inclui valores em relação ao benefício das sinergias esperadas, crescimento das receitas e desenvolvimento futuro dos mercados.	1	2	4	0	7
Fundamentado em função da estimativa de rentabilidade futura do negócio.	2	0	0	4	6
O <i>goodwill</i> reconhecido refere-se a: Possibilidade de diversificar o portfólio de produtos. Possibilidade de desenvolver maior domínio sobre suas vendas; Oportunidade de desenvolver projetos que possibilitem melhor utilização dos recursos disponíveis. Oportunidade de aproveitar a vantagem de a companhia ser uma empresa de capital aberto, com capacidade de alavancar recursos que possam ser alocados em novos projetos. Possibilidade de desenvolver atividades em mercados com expectativa de crescimento de curto, médio e longo prazo, que representem uma diversificação natural das atividades da empresa, criando possibilidades de verticalização.	1	1	0	0	2
O <i>goodwill</i> reconhecido diz respeito à expectativa de benefícios econômicos futuros provenientes da diversificação de mercado e do aumento do mix de produtos comercializados aliados ao incremento na posição consolidada de mercado da companhia.	0	1	1	0	2
O <i>goodwill</i> é referente: as sinergias, reduções de custos e expectativa de rentabilidade futura.	0	2	0	0	2
Base adquirida de clientes e às economias de escala esperadas da combinação das operações da companhia.	1	0	0	0	1
O <i>goodwill</i> compreende os benefícios econômicos futuros esperados.	1	0	0	0	1
O <i>goodwill</i> reconhecido é com base na força de trabalho e rentabilidade futura esperada.	0	1	0	0	1
O <i>goodwill</i> foi reconhecido com base nas sinergias e demais benefícios esperados como resultado da combinação de negócios realizada.	0	1	0	0	1
O <i>goodwill</i> é referente ao acesso a um novo mercado e um aumento potencial na participação desse negócio.	0	0	1	0	1
O <i>goodwill</i> é atribuível basicamente às economias de escala esperadas da combinação das operações.	0	0	1	0	1
O <i>goodwill</i> reconhecido diz respeito: a sinergia a ser obtida com a integração das operações da adquirida e as economias de escala esperadas da combinação das operações.	0	0	0	1	1
Total de combinações de negócios em que foi reconhecido <i>goodwill</i>	39	57	43	27	166

Fonte: Dados obtidos nas combinações de negócios que compuseram a amostra desta pesquisa

O Quadro 11 foi constituído unicamente com base nas informações encontradas nas notas explicativas das empresas componentes da amostra. A maioria das empresas não evidenciou os fatores que compõem o *goodwill* reconhecido na data de aquisição, sendo que do total de 166 combinações de negócios em que houve o reconhecimento de *goodwill*, em 120 casos não foram evidenciadas as informações a respeito dos fatores que compuseram esse ativo.

A palavra que mais foi apontada para se referir ao fundamento do *goodwill* reconhecido foi: “sinergias”. Contudo, na maioria dos casos, elas apenas mencionam que o referido ativo é proveniente das sinergias e nada mais detalham a respeito. Como exemplo, o Quadro 12 apresenta a evidenciação realizada pela empresa Natura no ano de 2013.

Quadro 12 - Exemplo de evidenciação empresa Natura

O ágio apurado na data de aquisição convertido pela taxa de câmbio vigente em 31 de dezembro de 2013 representa R\$74.132 e compreende o valor dos benefícios econômicos futuros oriundos das sinergias decorrentes da aquisição (NOTAS EXPLICATIVAS, NATURA, 2013).

Fonte: Notas explicativas empresa Natura referentes ao ano 2013.

Na evidenciação realizada pela empresa Natura não é possível saber quais fatores geram essas sinergias relativas ao pagamento do *goodwill* adquirido na combinação de negócios, pois ela não detalhou essa informação.

Ressalta-se também que em algumas combinações de negócios, a empresa evidenciou apenas que o *goodwill* gerado é proveniente das expectativas de rentabilidade com relação à empresa adquirida, mas nada esclareceu em relação aos fatores que dão origem e tais expectativas.

Além disso, no que concerne aos casos em que as empresas realizaram combinações de negócios em vários anos, algumas divulgaram a mesma coisa em todos os anos para todas as combinações em que elas reconheceram *goodwill*. O Quadro 13 demonstra os casos mencionados.

Quadro 13 - Evidenciação da mesma informação para diferentes combinações

Evidenciação realizada	Empresa	Anos
O <i>goodwill</i> reconhecido refere-se a: Possibilidade de diversificar o portfólio de produtos. Possibilidade de desenvolver maior domínio sobre suas vendas; Oportunidade de desenvolver projetos que possibilitem melhor utilização dos recursos disponíveis. Oportunidade de aproveitar a vantagem de a companhia ser uma empresa de capital aberto, com capacidade de alavancar recursos que possam ser alocados em novos projetos. Possibilidade de desenvolver atividades em mercados com expectativa de crescimento de curto, médio e longo prazo, que representem uma diversificação natural das atividades da empresa, criando possibilidades de verticalização.	V-Agro	2010-2011
O <i>goodwill</i> pago na combinação de negócios inclui valores em relação ao benefício das sinergias esperadas, crescimento das receitas e desenvolvimento futuro dos mercados.	Lopes Brasil	2010-2012
O <i>goodwill</i> compreende as expectativas de lucratividade futura e às economias de escala esperadas.	Abril Educa	2010-2012
O <i>goodwill</i> reconhecido diz respeito à expectativa de benefícios econômicos futuros provenientes da diversificação de mercado e do aumento do mix de produtos comercializados aliados ao incremento na posição consolidada de mercado da companhia.	Profarma	2011-2012

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

O mesmo texto relativo ao fundamento que motivou o reconhecimento do *goodwill* foi observado em diferentes anos para diferentes combinações de negócios que as empresas realizaram.

No documento do IASB (2014) constam críticas de alguns respondentes em relação à situação mencionada, eles afirmam que as divulgações sobre os fatores que compõem o *goodwill*, realizadas pelas empresas, são muito genéricas e não fornecem informações úteis.

As cartas de comentários enviadas ao IASB ajudam a sugerir que o problema mencionado ocorre não somente no Brasil, mas em outros países que adotam as IFRS.

Nesse sentido, a subjetividade do *goodwill*, que já existe naturalmente, é agravada pela falta de divulgação de detalhes acerca da sua origem nas combinações de negócios. Em adição a isso, algumas empresas tendem a utilizar textos padrões para se referir ao *goodwill* reconhecido em diferentes combinações de negócios realizadas por elas.

4.1.7 Denominação atribuída ao *goodwill*

A confusão conceitual em torno do *goodwill* é um problema apontado em pesquisas brasileiras, a exemplo de Martins *et al.* (2010). Visando analisar essa questão empiricamente, verificou-se nas notas

explicativas, da amostra, a denominação atribuída a este ativo. O Quadro 14 traz os resultados observados nas empresas que reconheceram *goodwill*.

Quadro 14 - Denominações para o *goodwill* encontradas na amostra

Denominação utilizada pela adquirente	2010	2011	2012	2013	Totais
Apenas ágio	23	17	21	16	77
Ágio por expectativa de rentabilidade futura	7	22	11	4	44
Apenas <i>goodwill</i>	2	11	5	2	20
Ágio (<i>goodwill</i>)	4	5	4	2	15
Ágio por expectativa de rentabilidade futura (<i>Goodwill</i>)	3	2	2	3	10
Total	39	57	43	27	166

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Os casos que foram observados como “apenas ágio” dizem respeito às evidenciações em que a empresa nada mais indicou a respeito do *goodwill*, ou seja, ela apenas denominou este ativo de “ágio” e nada mais especificou no texto.

O *goodwill* é a parcela relativa à rentabilidade futura com base em fatores que não foram passíveis de reconhecimento individual. No Brasil, a expressão utilizada pelo CPC-15 R1 (2011) para representar o *goodwill* é “ágio por expectativa de rentabilidade futura”.

Dessa maneira, as empresas que utilizam apenas “ágio” ao se referir ao *goodwill* não estão apresentando adequadamente o nome deste ativo. Como exemplo, no Quadro 15 é apresentada a divulgação realizada pela empresa Brazil Pharma, no ano de 2012.

Quadro 15 - Exemplo da apuração do *goodwill* na combinação de negócios

4.1 Aquisição de participação com obtenção de controle societário em 2012

(a) Farmácias Sant'ana S.A. Drogaria Farmácias ("Sant'ana")

Em 10 de fevereiro de 2012, a Companhia, por meio de sua controlada Farmais Franchising S.A. ("Farmais Franchising"), celebrou contrato de aquisição de 100% do capital votante da Sant'ana S.A. Drogaria Farmácias. A Sant'ana é uma sociedade de capital fechado, que tem como Atividade básica o comércio varejista de medicamentos, perfumarias, produtos de higiene pessoal e beleza, cosméticos e dermocosméticos. A controlada Farmais adquiriu a Sant'ana para ampliar a sua atuação na região Nordeste do Brasil.

A seguir são apresentados os valores justos dos ativos e passivos identificáveis da Sant'ana na data de aquisição:

	Valor Justo reconhecido na aquisição
Ativos	
Caixa e equivalentes de caixa	33.892
Contas a receber de clientes líquido de PCLD	29.737
Estoques	45.898
Impostos diferidos	22.884
Imobilizado	6.951
Outros ativos	9.501
Intangível	-
Outros intangíveis avaliados:	
Marca	56.674
Fundo de comércio	10.633
	<hr/> 216.170 <hr/>
Passivos	
Contas a pagar a fornecedores	93.123
Impostos diferidos	24.356
Empréstimos	255
Provisões para demandas judiciais	3.764
Outros passivos	35.638
	<hr/> 157.136 <hr/>
Total dos ativos identificáveis líquidos	59.034
Ágio na aquisição	438.000
Total da contraprestação	<hr/> 497.034 <hr/>

Fonte: Notas explicativas referentes ao ano de 2012 da empresa Brazil Pharma

Conforme o exemplo apresentado, através da maneira de cálculo, é possível perceber que ela está se referindo ao *goodwill*, pois o que restou de diferença entre a contraprestação e o valor justo dos ativos líquidos da adquirida (já incluídos os intangíveis identificáveis e passivos reconhecidos) foi o que ela denominou de “ágio na aquisição”.

Entretanto, a terminologia utilizada não está adequadamente representando este ativo, visto que o termo “ágio” é mais amplo que *goodwill*, abrangendo também a mais valia de ativos.

Além disso, essa empresa separou o fundo de comércio do *goodwill*, mas nada esclareceu sobre os fatores que compuseram estes ativos no momento do reconhecimento. Martins *et al.* (2010) aduzem que o fundo de comércio, na verdade, faz parte do *goodwill*.

Separar o fundo de comércio do *goodwill* e não explicar os fatores que compõem esses ativos prejudica a clareza das informações divulgadas.

Em suma, os resultados demonstram que uma das necessidades nas notas explicativas da amostra analisada é o aumento de informações relativas aos intangíveis identificáveis e *goodwill* reconhecido.

4.1.8 Contribuição da adquirida no resultado consolidado

Outra categoria da métrica de pesquisa diz respeito as “Informações financeiras da adquirida incluídas no consolidado”. Esta categoria é composta por duas subcategorias que correspondem a itens de divulgação obrigatória constantes no CPC-15 R1 (2011).

A Tabela 11 contempla os resultados pertinentes ao percentual de combinações de negócios em que os respectivos itens foram evidenciados em notas explicativas.

Tabela 11 - Informações financeiras da adquirida incluídas no consolidado

Itens métrica	% de combinações que evidenciaram o item			
	2010	2011	2012	2013
Os montantes das receitas e do resultado do período da adquirida a partir da data da aquisição que foram incluídos na demonstração consolidada do resultado do período de reporte ou a justificativa pela não divulgação.	18,52%	19,70%	43,64%	29,63%
As receitas e o resultado do período da entidade combinada para o período de reporte corrente, como se a data da aquisição, para todas as combinações ocorridas durante o ano, fosse o início do período de reporte anual ou a justificativa pela não divulgação.	7,41%	16,67%	36,36%	29,63%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Os piores resultados encontrados foram nos primeiros anos de adoção do Pronunciamento Contábil CPC-15. Nos anos de 2012 e 2013

verifica-se uma leve melhora, que, contudo, ainda é fraca, visto que em mais de 50% das combinações de negócios realizadas nos anos analisados não houve a evidenciação dos dois itens de divulgação obrigatória constantes na Tabela 11.

Em relação à divulgação destas duas informações constantes na Tabela 11, alguns comentários enviados ao IASB (2014) afirmaram que, apesar da sua relevância, é muito difícil mensurar estas informações na prática e, conseqüentemente, auditá-las.

Apesar da complexidade apontada no documento do IASB (2014), algumas empresas brasileiras divulgaram estas informações, a exemplo pode-se citar a empresa Kroton Educacional que adquiriu em 14 de julho de 2011 a empresa União e evidenciou as informações relativas aos itens constantes na Tabela 11. O Quadro 16 apresenta como exemplo a evidenciação realizada pela empresa Kroton.

Quadro 16 - Exemplo de evidenciação empresa Kroton

A receita líquida incluída na demonstração consolidada do resultado do exercício de 2011 foi de R\$3.773 e o lucro líquido foi de R\$106. Se a União fosse consolidada desde o dia 1º de janeiro de 2011 ao resultado da Companhia, a receita líquida seria de R\$7.720 e o lucro líquido do exercício de R\$589 (NOTAS EXPLICATIVAS, KROTON EDUCACIONAL, 2011, p. 73).

Fonte: Notas explicativas da empresa Kroton referentes ao ano 2011

A evidenciação destas informações permite aos usuários uma noção do quanto que a empresa adquirida adicionou no resultado da adquirente. Entretanto, conforme verificado, a maioria das empresas ainda não divulga estas informações em suas notas explicativas.

4.1.9 Estatística descritiva dos índices de *disclosure*

Na Tabela 12 estão apresentados os resultados pertinentes à estatística descritiva dos dados relativos aos índices de *disclosure* referentes às combinações de negócios analisadas.

Tabela 12 - Estatística descritiva dos índices de *disclosure*

	2010	2011	2012	2013
Média	25,75%	31,52%	31,58%	30,74%
Erro padrão	1,52%	1,30%	1,32%	1,50%
Mediana	24,04%	29,88%	30,77%	29,41%
Desvio padrão	11,18%	10,58%	9,75%	7,81%
Mínimo	7,89%	10,67%	13,89%	18,84%
Máximo	51,67%	66,67%	54,24%	47,83%
Número de Observações	54	66	55	27

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

Observa-se que as empresas de capital aberto brasileiras, em média, possuem um baixo nível de evidenciação nas suas notas explicativas no que tange as informações relativas às combinações de negócios realizadas por elas. O maior índice verificado foi de 66,67% no ano de 2011 e o menor foi de 7,89% em 2010. Nakayama e Salotti (2014) também relataram resultados semelhantes, analisando o ano de 2010, em empresas brasileiras.

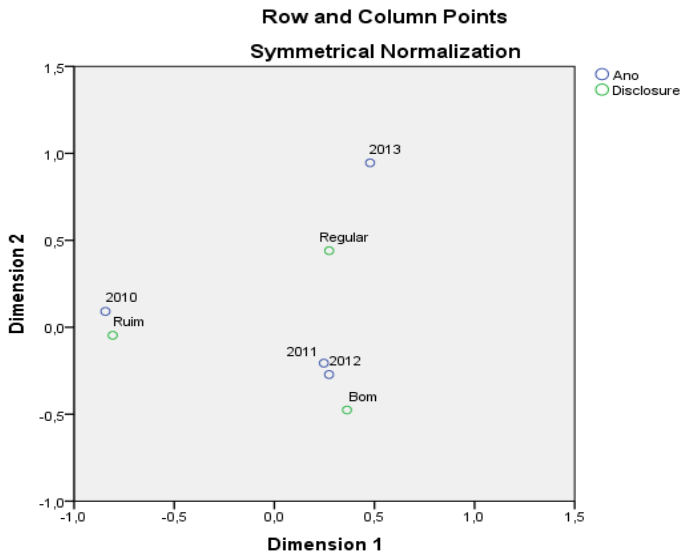
4.2 Associação entre as variáveis por meio da ANACOR

De maneira exploratória, visando uma maior extração de resultados pertinentes aos dados obtidos nesta pesquisa, realizou-se a ANACOR para verificar a associação existente entre algumas variáveis.

4.2.1 Nível de *disclosure* x ano em que foi realizada a combinação de negócios

A primeira associação verificada é entre o nível de *disclosure* (*Disclosure*) e o ano em que ocorreu a combinação de negócios (Ano). O teste Qui-quadrado resultou em uma significância de 0,008 (significativa ao nível de 1%). Esse valor indica que se rejeita H0 (hipótese nula) que afirma que as duas variáveis não possuem associação, e se aceita H1 que aduz que existe uma associação entre essas duas variáveis. A Figura 3 demonstra o mapa perceptual com a associação identificada por meio da ANACOR.

Figura 3 - Mapa perceptual nível de *disclosure* x ano



No Mapa perceptual, apresentado na Figura 3, é visível uma proximidade entre o nível de *disclosure* considerado ruim e o ano de 2010. Isso indica que, na amostra analisada, os menores níveis de *disclosure* tenderam a estar associados ao ano de 2010.

Este resultado, pertinente a associação do *disclosure* ruim com o ano de 2010, faz sentido, tendo em vista que 2010 foi o primeiro ano de aplicação do CPC-15 e nessa condição é razoável compreender que algumas empresas ainda estavam se adaptando as novas regras.

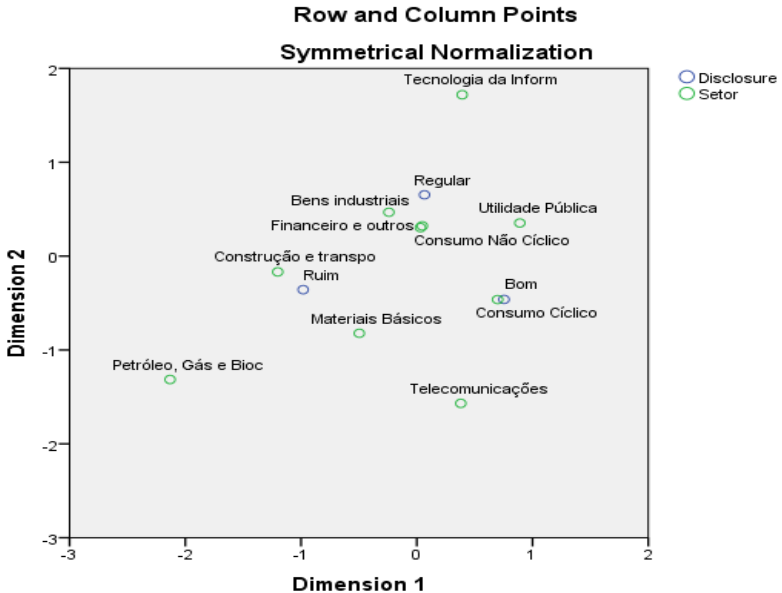
O mapa perceptual também demonstra a existência de uma associação entre o nível de *disclosure* bom com os anos de 2012 e 2011 (nessa ordem). E vale mencionar que apesar de 2013 ter ficado afastado das demais categorias, a mais próxima a ele é referente ao nível de *disclosure* regular, o que sugere uma possível associação.

4.2.2 Nível de *disclosure* x setor de atuação da adquirente

O teste Qui-quadrado relativo à associação entre o nível de *disclosure* e o setor de atuação da adquirente (setor) resultou em uma significância de 0,000 (significativa ao nível de 1%). Na Figura 4 consta

o mapa perceptual referente à associação entre o nível de *disclosure* e o setor.

Figura 4 - Mapa perceptual nível de *disclosure* x setor



Com base na Figura 4, é possível afirmar uma associação entre: i) nível de *disclosure* bom e setor de consumo cíclico; ii) nível de *disclosure* regular com os setores de bens industriais, consumo não cíclico, financeiro e outros; e; iii) nível de *disclosure* ruim com os setores de construção e transportes e materiais básicos. Estas associações são possíveis devido à proximidade que se encontram as referidas categorias.

Além disso, o setor de utilidade pública ficou entre os níveis de *disclosure* bom e regular, visto que ele ficou próximo às duas categorias mencionadas.

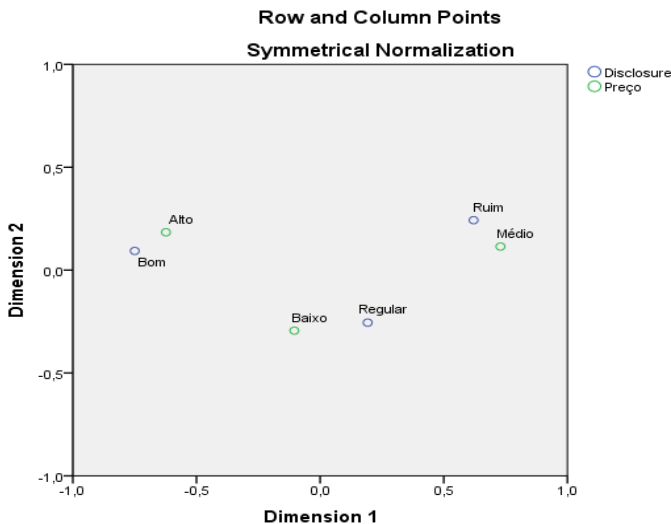
4.2.3 Preço da ação x nível de *disclosure*

Na Figura 5 está demonstrado o mapa perceptual concernente à associação entre o preço da ação (preço) e o nível de *disclosure*. Nesta

análise exploratória optou-se por utilizar o preço da ação após a publicação das DFPs no site da BM&FBOVESPA.

O teste Qui-quadrado referente à associação entre as duas variáveis analisadas apresentou significância de 0,001, (significante ao nível de 1%), aceitando a Hipótese H1 que afirma que existe uma associação entre as duas variáveis.

Figura 5 - Mapa perceptual preço da ação x nível de *disclosure*



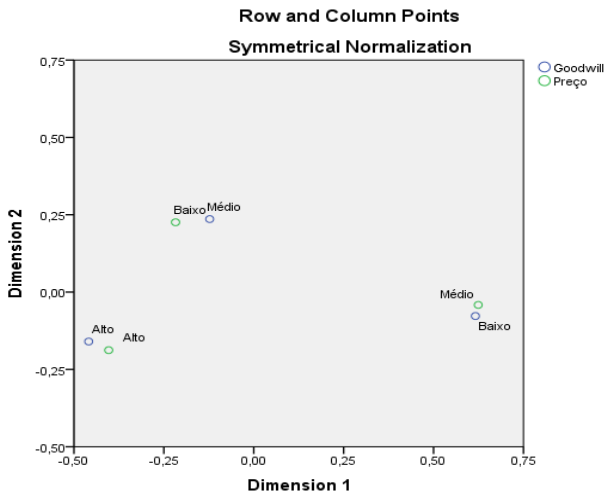
Diante da proximidade das categorias expostas no mapa perceptual, é possível afirmar que: i) os preços mais altos das ações tenderam a associar-se ao bom nível de *disclosure* podendo também ser regular; ii) os preços médios tenderam a apresentar um *disclosure* ruim podendo também ser regular; e; iii) os preços baixos tenderam a um nível de *disclosure* regular podendo também ser bom ou ruim.

Ressalta-se que a categoria preço da ação alto ficou bem afastada do nível de *disclosure* ruim, o que não significa que não existiu preço alto para *disclosure* ruim, mas sim que as observações contendo esta característica foram mais raras se comparadas com os demais casos.

4.2.4 Preço da ação x *goodwill*

O teste Qui-quadrado pertinente à associação entre o preço da ação e o *goodwill* reconhecido na combinação de negócio (*goodwill*) apresentou significância de 0,094. O que indica que a associação sugerida é válida ao nível de 10%. A Figura 6 demonstra o mapa perceptual gerado pela ANACOR.

Figura 6 - Mapa perceptual preço da ação x *goodwill*



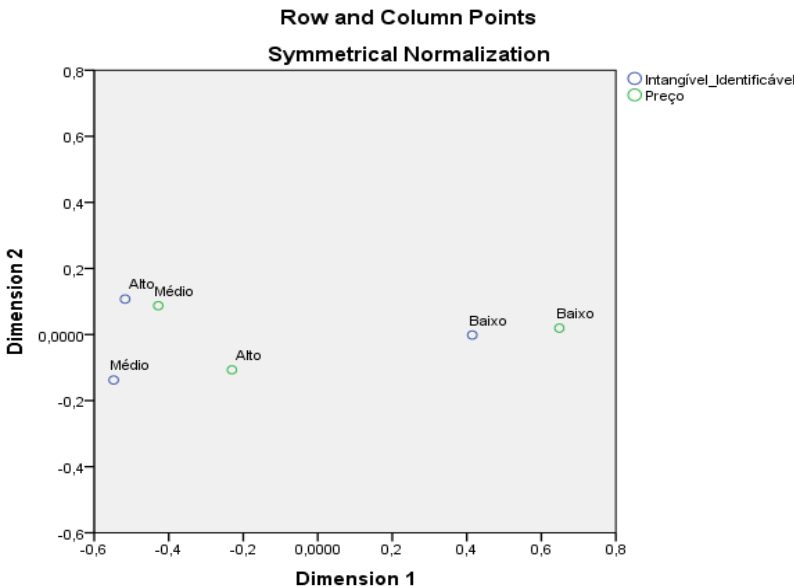
Na Figura 6 é possível verificar que: i) os altos preços de ações tenderam a se associar com altos valores de *goodwill* podendo também ser médios; ii) os baixos preços de ações tenderam a associar-se com os médios valores de *goodwill* podendo também ser altos valores de *goodwill*; iii) os médios preços de ações tenderam a associar-se com baixos valores de *goodwill* podendo também ser médios.

A proximidade das categorias no mapa perceptual sugerem tais associações, contudo salienta-se que o nível de significância do teste Qui-quadrado ficou em 10%, o que diminui o nível de confiança de tais inferências.

4.2.5 Preço da ação x intangível identificável

A significância do teste Qui-quadrado pertinente associação entre o preço da ação e o valor dos intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios (Intangível_Identificável) foi no valor de 0,05 (significância de 5%). A Figura 7 apresenta o mapa perceptual gerado pela ANACOR.

Figura 7 – Mapa perceptual preço da ação x intangível identificável



Com base no mapa perceptual, é possível verificar que os preços das ações classificados na categoria médios tenderam a associar-se com altos valores reconhecidos como intangíveis identificáveis, estas constituíram as categorias mais próximas.

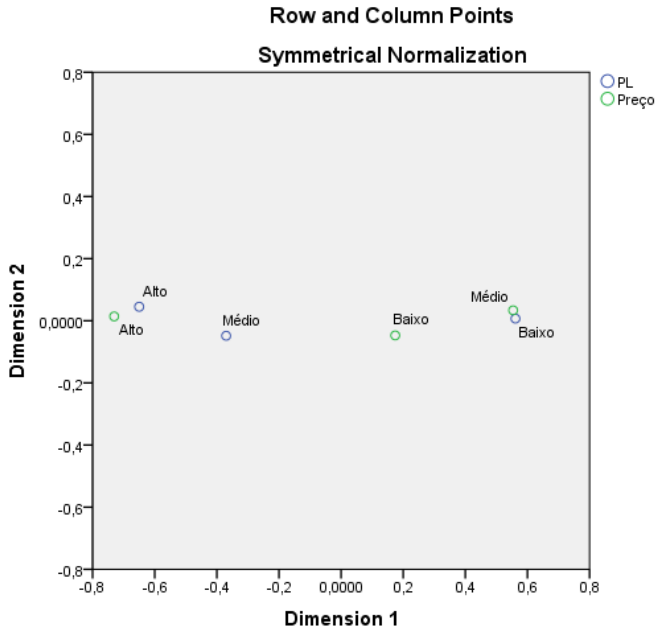
Os baixos preços de ações tenderam a aproximar-se dos baixos valores reconhecidos como intangíveis identificáveis.

4.2.6 Preço da ação x patrimônio líquido

A Figura 8 contempla o mapa perceptual gerado pela ANACOR decorrente da associação entre o preço da ação e o patrimônio líquido

(PL). A significância do teste Qui-quadrado foi de 0,003 (significante ao nível de 1%).

Figura 8 - Mapa perceptual preço da ação x patrimônio líquido



O mapa perceptual indica que, na amostra observada, os preços de ações enquadrados na categoria “médios” tenderam a se aproximar dos baixos valores de patrimônio líquido, essa representou a relação mais próxima constatada no mapa perceptual.

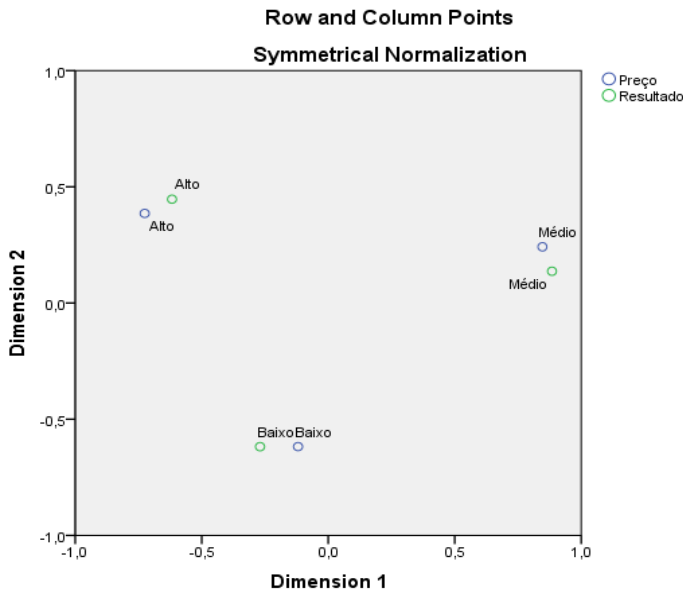
Os baixos preços das ações também se aproximaram dos baixos valores no PL, mas numa distância maior, o que indica menor associação.

Já os altos preços de ações estão próximos dos altos valores no patrimônio líquido, que também podem se apresentar como médios, devido à relativa proximidade existente entre estas categorias.

4.2.7 Preço da ação x resultado do exercício

Na Figura 9 está demonstrado o mapa perceptual concernente à associação existente entre o preço da ação e o resultado do exercício (resultado). A significância do teste Qui-quadrado foi de 0,000 (significante ao nível de 1%).

Figura 9 - Mapa perceptual preço da ação x resultado



É possível verificar no mapa perceptual que os preços altos estão associados aos altos resultados; os preços médios aos resultados enquadrados na categoria de valores médios; e os baixos preços das ações estão associados aos baixos valores de resultados do exercício.

A associação entre o preço da ação e o resultado do exercício da amostra analisada se mostrou a mais perfeita, em comparação as outras associações de variáveis testadas exploratoriamente neste tópico.

O nível de significância foi de 1%, o que sugere que possa existir uma possível relação de causa e efeito entre essas duas variáveis, mas que somente poderá ser comprovada no próximo tópico que apresentará os resultados da análise de regressão, visto que, conforme mencionado anteriormente, a ANACOR permite apenas uma análise

exploratória da associação entre duas variáveis, mas não estabelece relação de causa e efeito.

4.3 *Value relevance do disclosure* das combinações de negócios e do goodwill

Nesta fase da pesquisa estão demonstrados os resultados pertinentes ao poder explicativo das variáveis explanatórias, constantes no modelo de regressão, sobre a variável dependente representada pelo preço da ação (conforme as três abordagens explicadas no capítulo de metodologia).

O modelo de regressão fundamentado com base em estudos anteriores está apresentado a seguir.

$$P = \alpha + \beta 1. Disc + \beta 2. Goodw + \beta 3. II + \beta 4. PL + \beta 5. Result + \mu$$

Em virtude dos motivos apresentados no capítulo de metodologia, do total de 202 combinações de negócios identificadas no período entre 2010 e 2013, foi necessária a exclusão de 6 casos resultando em uma amostra final para análise estatística de 196 observações de combinações de negócios.

4.3.1 Resultados da primeira abordagem

A Tabela 13 apresenta os resultados do modelo de regressão linear múltipla utilizando como variável dependente o preço da ação três meses após o final do exercício social, na amostra final de 196 combinações de negócios.

Tabela 13 - Resultados análise regressão linear múltipla primeira abordagem

Variável dependente: Preço da ação

Observações: 196

Período: 2010-2013

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	T	Valor p
Constante	-3,362	5,6	-0,6	0,549
Disc	23,762	7,991	2,974	0,003
Goodw	0,111	0,176	0,632	0,528
II	0,007	0,167	0,04	0,968
PL	0,535	0,373	1,433	0,154
Result	0,413	0,126	3,284	0,001

F: 5,871

Valor p: 0,000

R²: 13,40%R² Ajustado: 11,10%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos resultados da pesquisa

O “valor p” do modelo igual a 0,000 demonstra que ele é significativo ao nível de 1%, ou seja, as variáveis explicativas que compõem o modelo são significativas em conjunto para explicar a variável dependente “preço da ação”.

O valor do R² indica que aproximadamente 13,50% das variações no preço das ações das empresas que realizaram combinações de negócios no período entre 2010-2013 podem ser explicadas por um modelo envolvendo as variáveis: Disc (nível de *disclosure* da combinação de negócios realizada no ano); Goodw (logaritmo natural do valor do *goodwill* reconhecido na combinação de negócios), II (logaritmo natural do valor dos intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios); PL (logaritmo natural do patrimônio líquido consolidado); e o *Result* (logaritmo natural do resultado do exercício).

Contudo, realizando a análise individual da significância de cada variável explicativa, percebe-se que apenas o “nível de *disclosure* da combinação de negócios realizada no ano” e o “resultado do exercício” são significativos para explicar a variável dependente “preço da ação”. Ambas possuem uma associação positiva com o preço da ação.

As variáveis “*goodwill* reconhecido na combinação de negócios”, “intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios”, e “patrimônio líquido” não se mostraram significativas

individualmente para explicar as variações no preço das ações das empresas que realizaram combinação de negócios.

No que tange aos pressupostos de validade do modelo de regressão, referente à homoscedasticidade dos resíduos, realizou-se o teste Pesarán-Pesaran, que conforme Cunha e Coelho (2009), foi desenvolvido para examinar a existência de homoscedasticidade, isto é, se a variância dos resíduos mantém-se constante em todo o espectro das variáveis independentes. Quando não atendido este pressuposto, existe o problema de heterocedasticidade e medidas precisam ser tomadas para corrigir este problema. As hipóteses testadas são: H0 indicando que os resíduos são homoscedásticos; e; H1 representando que os resíduos são heteroscedásticos.

O teste Pesarán-Pesarán resultou em um valor *Sig.* de 0,707 aceitando a hipótese nula que afirma que os resíduos são homoscedásticos. Portanto, não existe problema de heterodásticidade no modelo.

Outro pressuposto da análise de regressão é a ausência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas do modelo. Cunha e Coelho (2009) explicam que o problema de multicolinearidade ocorre quando duas ou mais variáveis explicativas do modelo, visando explicar o mesmo fenômeno, possuem informações similares e, portanto são altamente correlacionadas entre si. Este problema conduz à dificuldade de separação dos efeitos de cada uma delas sobre a variável dependente, fazendo com que cada uma dessas variáveis independentes altamente correlacionadas perca a significância na explicação do fenômeno que está sendo analisado.

Para análise da multicolinearidade observou-se a matriz de correlação entre as variáveis explicativas, buscando identificar se existe alto grau correlação entre elas (problema de multicolinearidade). A Tabela 14 contempla a matriz de correlação referente às variáveis explicativas.

Tabela 14 - Matriz de correlação entre as variáveis independentes

Correlograma					
	Disc	Goodw	II	PL	Result
Disc	1	0,087	0,351	-0,135	-0,173
Goodw	0,087	1	-0,069	0,036	0,02
II	0,351	-0,069	1	0,05	0,16
PL	-0,135	0,036	0,05	1	0,466
Result	-0,173	0,02	0,16	0,466	1

Fonte: Dados da pesquisa

Percebe-se que a maior correlação existente é entre as variáveis PL e Result, entretanto, não se configura uma alta correlação, visto que o coeficiente de correlação não supera o percentual de 50%.

Apesar do exposto, Fávero *et al.* (2009) explicam que para a eliminação de possíveis problemas de multicolinearidade, uma das alternativas existentes é a aplicação do método *stepwise* (passo a passo), visto que este procedimento avalia a significância estatística dos parâmetros de cada variável explicativa, realizando a inclusão passo a passo de cada variável, considerando para classificação do modelo final somente as variáveis relevantes que não possuem problemas multicolinearidade.

Nessa perspectiva, a análise de regressão linear múltipla envolvendo a variável dependente (preço da ação três meses após o encerramento do exercício social) e as cinco variáveis explicativas (Disc, Goodw, II, PL e Result) foi realizada novamente adotando o procedimento *stepwise* como parâmetro. Na Tabela 15 estão demonstradas as variáveis incluídas passo a passo conforme o método *stepwise*, sendo possível perceber também quais não foram incluídas segundo o referido procedimento.

Tabela 15: Aplicação do método *stepwise* na primeira abordagem

Modelo	Coefficiente	Erro Padrão	T	Valor p
1 (constante)	11,940	1,304	9,155	0,000
Result	0,435	0,110	3,944	0,000
2 (constante)	4,293	2,674	1,606	0,110
Result	0,497	0,109	4,543	0,000
Disc	23,659	7,274	3,253	0,001

Modelo 1

Valor p: 0,000

R²: 7,40%R² Ajustado: 6,90%**Modelo 2**

Valor p: 0,000

R²: 12,22%R² Ajustado: 11,30%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos resultados da pesquisa

O procedimento de inclusão das variáveis segundo o método *stepwise* incluiu primeiramente a variável resultado do exercício (Result) no primeiro modelo (ver Modelo 1), isso indica que a variável com maior poder explicativo em relação a variável dependente é o resultado do exercício.

A segunda variável incluída foi o *disclosure* da combinação de negócios (ver Modelo 2), dessa maneira essa constitui a segunda variável com melhor poder explicativo sobre a variável dependente.

É perceptível que o R² melhorou razoavelmente com a inclusão da variável *disclosure* da combinação de negócios passando a ser de 12,22%.

Dessa maneira, pelo método *stepwise*, as variáveis “*Goodwill*”, “Intangíveis Identificáveis” e “Patrimônio Líquido” foram **removidas** do modelo. É importante salientar que mesmo com a exclusão das três variáveis mencionadas, comparando o R² do modelo completo (Na Tabela 13, R² = 13,40%) e do modelo proposto seguindo o método *stepwise* (Modelo 2 na Tabela 15, R² = 12,22%), nota-se que não houve redução significativa no poder explicativo do modelo.

O procedimento *stepwise* removeu três variáveis não relevantes individualmente (ver Tabela 13) e que não estavam acrescentando de maneira relevante no poder explicativo da variável preço da ação, quando presentes em conjunto.

Assim, de acordo com o procedimento *stepwise*, utilizando o preço da ação três meses após o encerramento do exercício anual, confirma-se que as variáveis “nível de *disclosure*” e “resultado do exercício” são positivamente e significativamente (ao nível de 1%) relacionadas com o preço da ação.

Nessa primeira abordagem, se aceita a hipótese H1 dessa pesquisa que afirma que há uma relação positiva entre o nível de *disclosure* das combinações de negócios de empresas brasileiras e o preço das suas ações.

Por outro lado, não é possível confirmar a hipótese H2, tendo em vista que a variável *goodwill* reconhecido na combinação de negócios não foi significativa no modelo para explicar o preço das ações.

Dessa maneira a hipótese H2, que aduz que o valor do *goodwill* reconhecido pelas empresas nas combinações de negócios é um fator significativo nas avaliações dos investidores acerca do preço da ação, foi rejeitada de acordo com a análise dos dados realizada nessa primeira abordagem.

É importante ressaltar que apesar do baixo poder explicativo das variáveis “nível de *disclosure*” e “resultado do exercício”, $R^2 = 12,22\%$, os resultados contribuem no sentido de indicar que elas demonstram significância para explicar uma parcela do preço das ações de empresas que realizaram combinações de negócios.

4.3.2 Resultados da segunda abordagem

Na Tabela 16 estão apresentados os resultados pertinentes ao modelo de regressão linear múltipla que utilizou como variável explicativa o valor de fechamento da ação no final do exercício social.

Tabela 16 - Resultados análise regressão linear múltipla segunda abordagem

Variável dependente: Preço da ação

Observações: 196

Período: 2010-2013

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	T	Valor p
Constante	-7,458	5,754	-1,296	0,197
Disc	32,716	8,212	3,984	0,000
Goodw	0,181	0,181	0,997	0,32
II	0,068	0,172	0,398	0,691
PL	0,62	0,384	1,618	0,107
Result	0,439	0,129	3,39	0,001

F: 8,283

Valor p: 0,000

R²: 17,90%R² Ajustado: 15,70%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos resultados da pesquisa

Observa-se que o valor do R² aumentou para 17,90% (em comparação ao R² de 13,40% encontrado no modelo pertinente a primeira abordagem - conforme demonstrado na Tabela 13).

Realizando a análise individual da significância de cada variável explicativa, assim como ocorreu na primeira abordagem, as variáveis “nível de *disclosure* da combinação de negócios realizada no ano” e o “resultado do exercício” são positivamente significativas para explicar a variável dependente “preço da ação”, e ressalta-se que nessa segunda abordagem o poder explicativo da variável nível de *disclosure* melhorou (valor p = 0,000).

Outro ponto a ressaltar é que o poder explicativo da variável patrimônio líquido melhorou nessa segunda abordagem, passando a ser quase significativo ao nível de 10% (valor p = 0,107). Contudo, é notável que nas duas primeiras abordagens a variável resultado do exercício se mostrou mais significativa que a variável patrimônio líquido na amostra analisada.

No que compete ao pressuposto de homoscedasticidade dos resíduos, realizou-se o teste Pesarán-Pesaran que resultou em um valor *Sig.* de 0,782 aceitando a hipótese nula que afirma que os resíduos são homoscedásticos.

A normalidade dos resíduos foi verificada por meio do teste denominado de Kolmogorov-Smirnov (K-S). Cunha e Coelho (2009)

explicam que o teste estabelece duas hipóteses, quais sejam: H0 a distribuição da série testada é normal; e; H1: tal distribuição não tem comportamento normal. Os autores esclarecem que a significância adotada para o teste pode ser de 1% ou 5%.

O valor *Sig.* do teste K-S resultou em 0,089 aceitando-se a hipótese H0 que atesta que a distribuição possui comportamento normal. O pressuposto de normalidade foi atendido.

Mesmo não identificando problemas nos pressupostos do modelo de regressão, na intenção de promover um comparativo com os resultados da primeira abordagem, aplicou-se também, nessa segunda abordagem, o procedimento *stepwise* para identificar as melhores variáveis explicativas para o preço da ação.

A Tabela 17 apresenta os resultados pertinentes à aplicação do método *stepwise*.

Tabela 17 - Aplicação do método *stepwise* na segunda abordagem

Modelo	Coefficiente	Erro Padrão	T	Valor p
1 (constante)	12,654	1,377	9,190	0,000
Result	0,458	0,116	3,930	0,000
2 (constante)	1,691	2,757	0,614	0,540
Result	0,546	0,113	4,844	0,000
Disc	33,918	7,500	4,523	0,000

Modelo 1

Valor p: 0,000

R²: 7,40%

R² Ajustado: 6,90%

Modelo 2

Valor p: 0,000

R²: 16,30%

R² Ajustado: 15,40%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos resultados da pesquisa

Semelhante aos resultados encontrados na primeira abordagem, as variáveis nível de *disclosure* e resultado do exercício se confirmam como melhores para explicar uma parte das variações existentes nos preços das ações.

O modelo *stepwise* **removeu** as variáveis *goodwill* reconhecido na combinação de negócios, intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios e patrimônio líquido.

É notável que o poder explicativo do modelo 2 (com a inclusão da variável nível de *disclosure* - conforme Tabela 17) melhorou

relevantemente, sendo que o R^2 de 7,40% do modelo 1 contendo apenas o resultado do exercício como explicativa passou a ser 16,40% no modelo 2 com a inclusão da variável nível de *disclosure*.

Estes resultados sugerem que os investidores conseguem antecipar as informações relativas ao nível de *disclosure* e do resultado do exercício das empresas componentes da amostra, mesmo antes de publicadas as DFPs no site da BM&FBOVESPA, e que as mesmas são consideradas relevantes quando das negociações pertinentes aos preços das ações. Isso talvez tenha relação com as Informações Financeiras Trimestrais (ITRs), publicadas trimestralmente, e com a boa reputação que a empresa adota em relação ao *disclosure*, conforme apontado por Bushee e Leuz (2005).

4.3.3 Resultados da terceira abordagem

Na Tabela 18 estão demonstrados os resultados pertinentes ao modelo de regressão linear múltipla que utilizou como variável dependente o valor de fechamento da ação após a publicação das DFPs na BM&FBOVESPA.

Tabela 18: Resultados análise regressão linear múltipla terceira abordagem

Variável dependente: Preço da ação

Observações: 196

Período: 2010-2013

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	T	Valor p
Constante	-6,912	5,466	-1,265	0,208
Disc	29,549	7,800	3,788	0,000
Goodw	0,106	0,172	0,618	0,537
II	0,017	0,163	0,106	0,916
PL	0,695	0,364	1,908	0,058
Result	0,422	0,123	3,433	0,001

F: 7,97

Valor p: 0,000

R^2 : 17,30%

R^2 Ajustado: 15,20%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos resultados da pesquisa.

Nessa terceira abordagem, em que se utilizou o preço de fechamento da ação após a publicação da DFPs no site da BM&FBOVESPA, o conjunto das variáveis explicativas que compõem

o modelo é significativo ao nível de 1%, conforme demonstra o “valor p” igual a 0,000.

Dessa maneira, assim como já constatado na primeira e segunda abordagem, as variáveis explicativas que compõem o modelo são significativas em conjunto para explicar a variável dependente “preço da ação”.

O valor do R^2 foi de 17,30% resultado semelhante ao encontrado na segunda abordagem (em que foi utilizado o preço da ação no final do exercício social). Dessa maneira, é perceptível que a segunda e terceira abordagem se mostraram com melhor poder explicativo, ao passo que o R^2 encontrado na primeira abordagem foi de apenas 13,40% (conforme demonstrado na Tabela 13).

Realizando a análise individual da significância de cada variável explicativa, assim como ocorreu na primeira e segunda abordagem, as variáveis “nível de *disclosure* da combinação de negócios realizada no ano” e o “resultado do exercício” possuem uma relação positiva e significativa com a variável dependente “preço da ação”, ambas ao nível de 1%.

Outro ponto importante a ressaltar é que a variável patrimônio líquido, nessa terceira abordagem, é significativa ao nível de 10%.

Já as variáveis “*goodwill* reconhecido na combinação de negócios” e “intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios”, continuam não sendo significativas individualmente para explicar as variações no preço das ações das empresas que realizaram combinação de negócios.

A homoscedasticidade dos resíduos foi verificada por meio do teste Pesarán-Pesaran que resultou em um valor *Sig.* de 0,447 aceitando a hipótese nula que afirma que os resíduos são homoscedásticos.

A normalidade dos resíduos foi analisada por meio do teste Kolmogorov-Smirnov (K-S). O valor *Sig.* do teste K-S resultou em 0,034. Assim, ao nível de 1%, se aceita a hipótese H_0 que atesta que a distribuição é normal. Dessa maneira, o pressuposto de normalidade foi atendido.

Aplicou-se também, nessa terceira abordagem, o procedimento *stepwise* para identificar as melhores variáveis explicativas para o preço da ação. A Tabela 19 contempla os resultados pertinentes à aplicação do método.

Tabela 19 - Aplicação do método *stepwise* na terceira abordagem

Modelo	Coefficiente	Erro Padrão	T	Valor p
1 (constante)	12,270	1,298	9,450	0,000
Result	0,454	0,110	4,133	0,000
2 (constante)	2,759	2,621	1,053	0,294
Result	0,531	0,107	4,951	0,000
Disc	29,425	7,130	4,127	0,000

Modelo 1

Valor p: 0,000

R²: 8,10%R² Ajustado: 7,60%**Modelo 2**

Valor p: 0,000

R²: 15,50%R² Ajustado: 14,70%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos resultados da pesquisa

O procedimento *stepwise* incluiu, no modelo 2, as variáveis resultado do exercício e nível de *disclosure*. A variável “patrimônio líquido” não foi selecionada de acordo com o método utilizado (*stepwise*).

Faz-se mister salientar que, conforme já havia sido constatado nas abordagens 1 e 2, a inclusão da variável nível de *disclosure* acrescentou no poder significativos do modelo 2.

Sob esta terceira abordagem, confirmam-se os resultados que já haviam sido verificados na primeira e segunda abordagem, ao passo que se confirma a hipótese H1 e rejeita-se a hipótese H2.

A homoscedasticidade dos resíduos, do modelo contendo apenas o nível de *disclosure* e o resultado do exercício, como variáveis explicativas, foi analisada por meio do teste Pesarán-Pesaran que resultou em um valor Sig. de 0,447 aceitando a hipótese nula que afirma que os resíduos são homoscedásticos.

A normalidade dos resíduos foi testada por meio do teste Kolmogorov-Smirnov (K-S). O valor Sig. do teste resultou em 0,041 aceitando, ao nível significância de 1%, a hipótese nula que assevera que a distribuição da série testada é normal.

4.3.4 Comparação dos resultados encontrados nas três abordagens analisadas

O Quadro 17 demonstra um comparativo dos resultados encontrados mediante as três abordagens de preço da ação utilizadas, considerando os resultados finais após a aplicação do procedimento *stepwise*.

Quadro 17 - Comparativo dos resultados encontrados sob o método *stepwise*

Metodologia	Preço da ação	Variáveis significativas ao nível de 1%	R ²
Abordagem 1	Três meses após final do exercício social.	(+) nível de <i>disclosure</i> e resultado do exercício.	12,22%
Abordagem 2	No final do exercício social.	(+) nível de <i>disclosure</i> e resultado do exercício.	16,30%
Abordagem 3	Após a publicação das DFPs na BM&FBOVESPA.	(+) nível de <i>disclosure</i> e resultado do exercício.	15,50%

Fonte: Elaborado pela autora com base nos resultados da pesquisa

É possível constatar que na amostra analisada as variáveis “nível de *disclosure*” e “resultado do exercício” apresentaram uma associação positiva com o preço da ação. Este resultado foi verídico nas três abordagens de preço da ação utilizadas.

Apesar de pouca diferença, os melhores valores de R² foram verificados na segunda e terceira abordagem. Os resultados fornecem uma possível indicação que os investidores brasileiros conseguem prever o resultado do exercício e as boas práticas de *disclosure* mesmo antes de publicadas as demonstrações financeiras anuais. Conforme já mencionado, esse resultado talvez tenha relação com o fato que o bom nível de *disclosure* já pode ter sido verificado nas ITRs.

Além disso, é possível verificar que o resultado do exercício e o nível de *disclosure* demonstraram efeito duradouro de relevância, tendo em vista que nos três momentos, relativos ao preço da ação, elas se mostraram significativas. Diferentemente do ocorrido com as variáveis

goodwill, intangíveis identificáveis reconhecidos, de modo que não demonstram relevância em nenhuma das abordagens estudadas.

Uma possível razão para a não significância das variáveis *goodwill* e intangíveis identificáveis reconhecidos é que seu impacto no preço da ação pode ter sido no momento em que foi anunciada a combinação de negócios por meio de fato relevante. Mas se isso for verdadeiro, percebe-se que estes dois ativos não possuem aspecto duradouro de relevância. Isso se realmente eles forem relevantes no contexto brasileiro. Estudos futuros poderão analisar essas questões levantadas.

5 CONCLUSÕES

O objetivo dessa pesquisa foi verificar o *value relevance* do nível de *disclosure* das combinações de negócios e do *goodwill* reconhecido nas empresas brasileiras. Os resultados deste trabalho demonstraram que:

- ✓ A variável nível de *disclosure* das combinações de negócios realizadas se apresentou significativa ao nível de 1% para explicar o preço das ações sob as três abordagens analisadas;
- ✓ A variável resultado do exercício se mostrou significativa ao nível de 1% para explicar o preço das ações sob as três abordagens analisadas;
- ✓ As variáveis “*goodwill* reconhecido na combinação de negócios” e “intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios” não se mostraram significativas para explicar o preço das ações em nenhuma das três abordagens utilizadas.

Em relação ao *value relevance* do *disclosure* das combinações de negócios das empresas brasileiras, apesar das deficiências verificadas nos níveis de evidenciação, os investidores tendem a valorizar as empresas que fornecem mais informações sobre a transação realizada, confirmando a hipótese H1 desta pesquisa.

Os resultados sugerem que as ações das empresas que apresentam um melhor nível de divulgação, em média, tendem a ser mais valorizadas pelos investidores. Estes resultados condizem com os achados de Patel, Balic e Bwakira (2002); Hassan e Mohd-Saleh (2010); Tsalavoutas e Dionysiou (2014).

Em relação às três abordagens analisadas de preço da ação, o maior poder explicativo foi referente ao “preço da ação no final do exercício social”. Este resultado também foi verificado no estudo de Shamki e Rahman (2013) em empresas na Jordânia. A esse respeito, Bushee e Leuz (2005), interpretam que a relação positiva do nível de *disclosure* com o preço das ações pode ter ligação com a boa reputação que as empresas adquirem com essa política. Os autores explicam que em resposta a redução da assimetria informacional os investidores tendem a atribuir um maior valor para as empresas com melhores práticas de divulgação.

A variável de “resultado do exercício” também se mostrou altamente significativa para explicar o preço da ação. Estes resultados também foram verificados na pesquisa de Alfaraih e Alanezi (2011), na qual o resultado do exercício apresentou significância estatística ao nível de 1% para explicar o preço das ações no mercado emergente do Kuwait.

Em relação ao *value relevance* do *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios, a hipótese H2 foi refutada, diferentemente dos resultados de Jennings *et al.* (1996) nos Estados Unidos, no Brasil os resultados sugerem que o valor do *goodwill* reconhecido na transação não é relevante para explicar o preço das ações.

A esse respeito, alguns problemas foram identificados nas análises qualitativas dos dados pertinentes ao *goodwill*, estes dizem respeito a: i) baixo nível de informações sobre os fatores que compõem o *goodwill* reconhecido; ii) textos genéricos para indicar os fatores que compõem o *goodwill* reconhecido; e não evidenciação da natureza dos intangíveis identificáveis reconhecidos nas combinações de negócios.

Uma das razões para os três problemas mencionados anteriormente, talvez tenha relação com o fato da existência do período de mensuração de um ano permitido pelo CPC-15 R1 (2011), em que a empresa poderá modificar as avaliações acerca dos intangíveis identificáveis reconhecidos e os ajustes, se existirem, deverão ser em contrapartida do *goodwill*.

Esse problema também foi apontado em alguns comentários enviados ao IASB (2014), as críticas centram no fato que essa permissão da norma, talvez esteja prejudicando a credibilidade do valor do *goodwill* e intangíveis identificáveis reconhecidos no momento da combinação de negócios, na medida em que seria preciso repensar se é necessário realmente um tempo tão longo para a empresa realizar essa avaliação definitiva.

Num resumo dos resultados verificados, conclui-se que o nível médio de *disclosure* das combinações de negócios no Brasil é baixo, não sendo suficiente para proporcionar uma visão adequada dos métodos utilizados e dos referidos ativos adquiridos nas combinações de negócios.

A divulgação de informações como: i) a mensuração do valor justo e ii) a evidenciação dos valores contábeis dos ativos e passivos, são exemplos de itens pouco evidenciados em notas explicativas. A esse respeito, vale ressaltar que a necessidade e importância da divulgação destas informações também foram apontadas em algumas cartas de

comentários enviados ao IASB (2014) sobre a pós-implementação da norma IFRS 3 (no Brasil CPC-15 R1).

Dessa forma, os resultados empíricos da presente pesquisa corroboram a necessidade dos órgãos normatizadores revisarem novamente a norma que trata das combinações de negócios, visando, dentre outras medidas: i) esclarecer os pontos pertinentes ao reconhecimento de intangíveis identificáveis e do *goodwill*; e; ii) incluir itens adicionais de divulgação relativos ao valor justo e a necessidade de evidencição dos valores contábeis dos ativos e passivos da adquirida.

Os resultados empíricos também sugerem que os elaboradores das demonstrações contábeis das empresas brasileiras podem estar passando por problemas relacionados ao entendimento do CPC-15 R1, visto que foram demonstrados exemplos de cálculos realizados de maneira confusa.

A destarte, as principais contribuições desta pesquisa são: i) demonstração de evidências empíricas que o investidor brasileiro atribui relevância as empresas que realizam melhores níveis de *disclosure*; ii) demonstração qualitativa da maneira como são divulgados os intangíveis identificáveis e o *goodwill* reconhecidos nas combinações de negócios; iii) demonstração qualitativa da importância das empresas divulgarem as informações relativas ao valor contábil e valor justo dos ativos e passivos adquiridos.

Finalmente, é importante salientar como limitação que outra das possíveis explicações para a não significância estatística verificada para o *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios seria o fato do valor dele já poder ter influenciado nas decisões dos investidores no momento da divulgação em fato relevante. Desse modo, seu impacto poderia já ter sido refletido na data do anúncio ou na publicação das informações financeiras trimestrais (ITRs), imediatamente após o fato relevante. Essa suposição poderá ser verificada em pesquisas futuras.

5.1 Sugestões para trabalhos futuros

Com base na pesquisa realizada, sugere-se como propostas para pesquisas futuras:

- ✓ Analisar o *value relevance* do *goodwill* reconhecido nas combinações de negócios nas Informações Financeiras Trimestrais (ITR), logo após a data do anúncio em fato relevante.

- ✓ Identificar determinantes do nível de *disclosure* das combinações de negócios, sob o ponto de vista das características pertinentes a combinação, ou seja, elencar um grupo de fatores relacionados a cada combinação de negócios e analisar se eles são significativos para explicar o nível de evidenciação praticado pelas empresas brasileiras.
- ✓ Verificar o *value relevance* do *goodwill* total registrado no ativo. Nessa abordagem de pesquisa, o foco do trabalho seria o intangível total englobando o valor total do *goodwill* constante no Balanço Patrimonial.

REFERÊNCIAS

ABOODY, David; LEV, Baruch. The value relevance of intangibles: the case of software capitalization. **Journal of Accounting Research**, v. 36, p. 161-191, 1998.

ABUGHAZALEH, Naser M.; AL-HARES, Osama M.; HADDAD, Ayman E. The Value Relevance of goodwill impairments: UK Evidence. **International Journal of Economics and Finance**, v. 4, n. 4, 2012.

ACEVEDO, Claudia Rosa; NOHARA, Jouliana Jordan. **Como fazer monografias: TCC - Dissertações - Teses**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

AL-AKRA, Mahmoud, ALI, Muhammad Jahangir. The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East: The case of Jordan. **J. Account. Public Policy**, v. 31, p. 533-549, 2012.

ALFARAIH, Mishari M. **Compliance with international financial reporting standards (IFRS) and the value relevance of accounting information in emerging stock markets: evidence from Kuwait**. Tese (Doutorado) - Queensland University of Technology, QUT/Austrália, Estado de Queensland, 2009. Disponível em: < http://eprints.qut.edu.au/36377/1/Mishari_Alfaraih%27s_Thesis.pdf>. Acesso em 02 de janeiro de 2014.

ALFARAIH, Mishari M. ALANEZI, Faisal S. Does voluntary disclosure level affect the value relevance of accounting information? **Accounting & Taxation**, v. 3, n. 2, 2011.

AMERICAN APPRAISAL. Global M&A Valuation Outlook. 2012. Disponível em: < <http://www.american-appraisal.com.br/AA-Files/Library/PDF/GlobalMAValuationOutlook.pdf>>. Acesso em 10 de julho de 2013.

AMIR, Eli; HARRIS, Trevor S.; VENUTI, Elizabeth K. A Comparison of the Value-Relevance of U.S. Versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations. **Journal of Accounting Research**, v. 31, studies on international accounting, p. 230-264, 1993.

ANTUNES, Maria Thereza Pompa. Contabilidade e Capital Intelectual. 9ª Semana de Contabilidade do Banco Central do Brasil. 2000.

Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/ftp/denor/maria-thereza-usp.pdf> >. Acesso em: 21 de outubro de 2014.

BABOUKARDOS, Diogenis; RIMMEL, Gunnar. Goodwill under IFRS: Relevance and disclosures in an unfavorable environment. **Accounting Forum**, v. 38, p. 1-17, 2014.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2, p. 159-178, 1968.

BALL, Ray. International Financial Reporting Standards (IFRS): pros and cons for investors. **Accounting and Business Research**, v. 36, n. 1, p. 5-27, 2006.

BALL, Ray. KOTHARI, S. P.; ROBIN, Ashok. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics** 29, p. 1-51, 2000.

BARBETTA, Pedro Alberto. **Estatística aplicada às ciências sociais**. 7. ed. Florianópolis: Editora da UFSC, 2008.

BARTH, Mary E.; BEAVER, William H.; LANDSMAN, Wayne R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 77-104, 2001.

BARTH, Mary E.; TAYLOR, Daniel. In defense of fair value: Weighing the evidence on earnings management and asset securitizations. **Journal of Accounting and Economics**, v. 49, p. 26-33, 2010.

BEATTY, Anne; WEBER, Joseph. Accounting discretion in fair value estimates: an examination of SFAS 142 goodwill impairments. **Journal of Accounting Research**, v. 44, n° 2, 2006.

BEAVER, William H. Perspectives on recent capital market research. **The Accounting Review**, v.77, n. 2, p. 453-474, 2002.

BEHNAME, Mehdi; PAJOOHI, Mohammad Reza; GHAHRAMANIZADY, Mohammad. The Relationship between Intangible Assets and the Market Value; Metals Industry of Tehran Stock Exchange Case Study. **Australian Journal of Basic and Applied Sciences**, v. 6, n. 12, p. 115-122, 2012.

BOKPIN, Godfred A. Determinants and value relevance of corporate disclosure. **Journal of Applied Accounting Research**, v. 14, n 2, p. 127-146, 2013.

BRASIL. Lei nº 12.973, de 13 de maio de 2014. Altera a legislação tributária federal relativa ao Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas - IRPJ; e dá outras providências. Brasília-DF, 13 de maio de 2014. Disponível em www.planalto.gov.br. Acesso em: 28 de fevereiro 2015.

BRASIL. RECEITA FEDERAL DO BRASIL, 2014. Instrução Normativa RFB nº 1515, de 2014. Dispõe sobre a determinação e o pagamento do imposto sobre a renda e da contribuição social sobre o lucro líquido das pessoas jurídicas; e dá outras providências. Brasília-DF, 24 de novembro de 2014. Disponível em: <www.receita.fazenda.gov.br>. Acesso em: 28 de fevereiro 2015.

BROWN, Stephen; HILLEGEIST, Stephen A. How disclosure quality affects the level of information asymmetry. **Rev Acc Stud**, v. 12, p. 443-477, 2007.

BUSHEE, Brian J.; NOE, Christopher F. Disclosure quality, institucional investors, and stock return volatility. 1999. Disponível no SSRN em: <papers.ssrn.com>. Acesso em 17 de janeiro de 2015.

BUSHEE, Brian J.; LEUZ, Christian. Economic consequences of SEC disclosure regulation:evidence from the OTC bulletin board. **Journal of Accounting and Economics**, v.39, p. 233-264, 2005.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **FRBNY Economic Policy Review**, 2003.

CAIRNS, David. The use of fair value in IFRS. **Accounting in Europe**. v. 3, n. 1, p. 5-22, 2006.

CARLIN, Tyrone M.; FINCH, Nigel. Goodwill impairment testing under IFRS: a false impossible shore?. **Pacific Accounting Review**, v. 23, n. 3, p. 368-392, 2011.

CARLIN, Tyrone M.; FINCH, Nigel. Evidence on IFRS goodwill impairment testing by Australian and New Zealand firms. **Managerial Finance**, v. 36, n. 9, p.785-798, 2010.

CARLIN, Tyrone M.; FINCH, Nigel; KHAIRI, Khairil Faizal. FRS 36 and post-transition compliance quality among Singapore firms. **Asian Review of Accounting**. v. 18, n. 3, p. 221-244, 2010.

CAZAVAN-JENY, Anne. Le ratio market-to-book et la reconnaissance immatériels – une etude du marche français. **Hal archives-ouvertes**, 2011.

CHEN, Changling; KOHLBECK, Mark; WARFIELD, Terry. Timeliness of impairment recognition: Evidence from the initial adoption of SFAS 142. **Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting**, v. 24, p. 72-81, 2008.

CHI, Li-Chiu; TANG, Tseng-Chung. Impact of reorganization announcements on distressed-stock returns. **Economic Modelling**, v. 24, p. 749-767, 2007

CIFTCI, Mustafa; DARROUGH, Masako; MASHRUWALA, Raj. Value relevance of accounting information for intangible-intensive industries and impact of scale: the US evidence. **European Accounting Review**, v. 23, n. 2, p. 199-226, 2014.

COMITÊ de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Técnico CPC 01 R1, de 06 de agosto de 2010. Redução ao valor recuperável de ativos (*impairment*). Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC>. Acesso em 31 de maio de 2014.

COMITÊ de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Técnico CPC 15 R1, de 03 de junho de 2011. Combinação de negócios. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC>>. Acesso em 31 de maio de 2014.

COMITÊ de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Técnico CPC 04 R1, de 05 de novembro de 2010. Ativo intangível. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC>>. Acesso em 31 de maio de 2014.

COMITÊ de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Técnico CPC 25, de 26 de junho de 2009. Provisões, passivos contingentes e ativos contingentes. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC>>. Acesso em 31 de maio de 2014.

COMITÊ de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Técnico CPC 46, de 07 de dezembro de 2012. Mensuração do valor justo. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC>>. Acesso em 31 de maio de 2014.

COMITÊ de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Conceitual Básico R1, de 02 de dezembro de 2011. Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC>>. Acesso em 31 de maio de 2014.

COSTA, Fábio Moares; LOPES, Alexsandro Broedel. Ajustes aos US-GAAP: estudo empírico sobre sua relevância para empresas brasileiras com ADRs negociados na Bolsa de Nova Iorque. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, edição 30 anos de doutorado, p. 45-57, 2007.

COSTA, Giovanni Pacelli Carvalho Lustosa da; PAULO, Edilson; BARBOSA, Glauber de Castro. Reconhecimento do Goodwill em Combinação de Negócios: Análise das Transações com Pagamento em Ações e em Dinheiro. **Qualit@s Revista Eletrônica**, v.12, n. 2, 2011.

COOPER, Julie. Debating accounting principles and policies: the case of goodwill, 1880–1921. **Accounting, Business & Financial History**, v. 17, n. 2, p. 241-264, 2007.

CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da; COELHO, Antonio Carlos. Regressão linear múltipla. In: CORRAR, Luiz J; PAULO, Edilson; DIAS FILHO, José Maria (Org.). **Análise Multivariada**: para os cursos

de administração, ciências contábeis e economia. São Paulo: Atlas, 2009.

DAHMASH, Firas N.; DURAND, Robert B.; WATSON, John. The value relevance and reliability of reported goodwill and identifiable intangible assets. **The British Accounting Review**. v. 41, p. 120-137, 2009.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli; REZENDE, Amaury José; LIMA, Emanuel Marcos; MARTINS, Eliseu. A relevância do goodwill no processo de avaliação das empresas brasileiras. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 8, n. 4, p. 359-372, 2011.

DAVIS-FRIDAY, Paquita Y; FOLAMI, L. Buky; LIU, Chao-Shin; MITTELSTAEDT, H. Fred. The value relevance of financial statement recognition vs. disclosure: evidence from SFAS no. 106. **The Accounting Review**, v. 74, n. 4, p. 403-423, 1999.

DECHOW, Patricia M.; MYERS, Linda A.; SHAKESPEARE, Catherine. Fair value accounting and gains from asset securitizations: A convenient earnings management tool with compensation side-benefits. **Journal of Accounting and Economics**, v. 49, p. 2-25, 2010.

DETZEN, Dominic; ZÜLCH, Henning. Executive compensation and goodwill recognition under IFRS: Evidence from European mergers. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 21, p. 106-126, 2012.

DORATA, Nina T. ZALDIVAR, Ignacio Perez. Fair value and business combinations. **Review of Business**, v. 30, n. 2, 2010.

DRAGOMIR, Voicu D.; FELEAGA, Liliana; FELEAGA, Niculae. Accounting for goodwill: a historical review. **European Journal of Management**, v. 11, n. 1, 2011.

DYE, Ronald A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 181-235, 2001.

FAMA, Eugene F. Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. p. 383-417, 1970.

FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia; SILVA, Fabiana Lopes; CHAN, Betty Lilian. **Análise de dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2009.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) nº. 142 - **Goodwill and other Intangible Assets**. FASB, June 2001.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). Statements of Financial Accounting Standards (SFAS) n. 144 - **Accounting for the Impairment or Disposal of Long-Lived Assets**. FASB, August 2001.

FOGG, Davis C. New business planning: the acquisition process. **Industrial marketing management**, v. 5, p. 95-113, 1976.

FONSECA, João Carlos. O goodwill não é um activo. **Economia Global e Gestão**, v.14, n.2, p. 81-93, 2009.

FRANCIS, Jennifer; HANNA, Douglas J.; VINCENT, Linda. Causes e effects of discretionary asset write-offs. **Journal of Accounting Research**, v. 34, p. 117-134, 1996.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 12 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

GIULIANI, Marco; BRÄNNSTRÖM, Daniel. Defining goodwill: a practice perspective. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, v. 9, n. 2, p. 161-175, 2011.

GODOY, Carlos Roberto de; SANTOS, Ariovaldo. Contabilidade para fusões e aquisições de empresas: soluções históricas para problemas contemporâneos. **Revista de Administração da USP**, v.41, n.1, p. 29-42, São Paulo, 2006.

GODFREY, Jayne M.; KOH, Ping-Sheng. The relevance to firm valuation of capitalizing intangible assets in total and by category. **Australian Accounting Review**, v. 11, n. 2, p. 39-48, 2001.

GONÇALVES, João Constantino; BATISTA, Breno Luiz Lunga; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Análise do impacto do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no Brasil: um estudo com base na relevância da informação contábil. **Revista Universo Contábil**, v. 10, n. 3, p. 25-43, 2014.

GOUVEIA, Fernando Henrique Câmara; MARTINS, Eliseu. Comparação dos métodos de tratamento do goodwill adquirido face às características qualitativas da informação contábil: *impairment test* x amortização. **4º CONGRESSO DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE**, 2007, São Paulo. *Anais...* São Paulo: USP, 2007.

HASSAN, Mohamat Sabri; MOHD-SALEH, Norman. The Value Relevance of Financial Instruments Disclosure in Malaysian Firms Listed in the Main Board of Bursa Malaysia. **Int. Journal of Economics and Management**, v. 4, n. 2, p. 243-270, 2010.

HASSAN, Omaima A.G.; ROMILLY, Peter; GIORGIONI, Gianluigi; POWER, David. The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. **The International Journal of Accounting**, v. 44, p. 79-102, 2009.

HAYN, Carla; HUGHES, Patricia J. Leading indicators of goodwill impairment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, v. 21, n. 3, p. 223-265, 2006.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G.; RUBACK, Richard S. Does corporate after mergers? performance improve. **Journal of Financial Economics**, v. 31, p. 135-175, 1992.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.

HEALY, Paul M.; HUTTON, Amy P.; PALEPU, Krishna G. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* v. 16, n. 3, 1999.

HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standards setting. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.

HENDRIKSEN, Eldon S; VAN BREDa, Michael F. Teoria da Contabilidade. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

HENNING, Steven L; LEWIS, Barry L.; SHAW, Wayne H. Valuation of the components of purchased goodwill. **Journal of Accounting Research**, v. 38, n. 2, p. 375-386, 2000.

HOLTHAUSEN, Robert W.; WATTS, Ross L. The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 3-75, 2001.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. Uma investigação e uma proposição sobre o conceito e o uso do valor justo. **Revista Contabilidade e Finanças**. ed. Trinta anos de doutorado. São Paulo: USP, 2007.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

IASB - International Accounting Standards Board. Project Post-implementation review IFRS 3 Business Combinations. Summary of comments received. 2014. Disponível em: <<http://www.ifrs.org>>. Acesso em 20 de janeiro de 2015.

JAHMANI, Yousef; DOWLING, William, A; TORRES, Paul D. Goodwill impairment: a new window for earnings management. **Journal of Business & Economics Research**, v. 8, nº 2, p. 19-23, 2010.

JENNINGS, Ross; ROBINSON, John; THOMPSON, Robert B.; DUVALL, Linda. The relation between accounting goodwill numbers and equity values. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 23, n. 4, p. 513-533, 1996.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n° 4, 1976.

JORDAN, Charles E.; CLARK, Stanley J. Big bath earnings management: the case of goodwill impairment under SFAS No. 142. **Journal of Applied Business Research**, v. 20, n. 2, p. 63-70, 2011.

KANG, Tony; PANG, Yang Hoong. Economic development and the value-relevance of accounting information - a disclosure transparency perspective. **Review of Accounting and Finance**, v. 4, n. 1, p. 5-31, 2005.

KARAMI, Gholamreza; HAJIAZIMI, Farzad. Value relevance of conditional conservatism and the role of disclosure: empirical evidence from Irã. **International Business Research**, v. 6, n. 3, 2013.

KLANN, Roberto Carlos; BEUREN, Ilse Maria; HEIN, Nelson. Canonical relationship between performance indicators based on Brazil, US and IFRS accounting standards of Brazilian and United Kingdom companies. **Journal of Accounting and Taxation**, v. 7, p. 1-12, janeiro, 2015.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LANDSMAN, Wayne R. Is fair value accounting information relevant and reliable? Evidence from capital market research. **Accounting and Business Research**, v. 37, Edição Especial, 2007.

LAPOINTE-ANTUNES, Pascale; CORMIER, Denis; MAGNAN, Michel. Value relevance and timeliness of transitional goodwill-impairment losses: Evidence from Canada. **The International Journal of Accounting**, v. 44, p. 56-78, 2009.

LAUX, Christian. Financial instruments, financial reporting, and financial stability. **Accounting and Business Research**, v. 42, n. 3, p. 239-260, 2012.

LAUX, Christian; LEUZ, Christian. The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate. **Accounting, Organizations and Society**, v. 34, p. 826-834, 2009.

LEE, Chi-Wen Jevons. Accounting infrastructure and economic development. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 6, p. 75-85, 1987.

LHAOPADCHAN, Suntharee. Fair value accounting and intangible assets: Goodwill impairment and managerial choice. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, v. 18, n. 2, p.120-130, 2010.

LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 38, supplement, 2000.

LEUZ, Christian; WYSOCKI, Peter. Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research. SSRN-id1105398. 2008. Disponível em:<http://center.laboratoireligue.net/articles/Agency%20and%20governance%20papers/Economic%20Consequences%20of%20Financial%20Reporting%20and%20Disclosure%20Regulation_SSRN-id1105398.pdf>. Acesso em: 04 de janeiro de 2015.

LI, Zining; SHROFF, Pervin K; VENKATARAMAN, Ramgopal; ZHANG, Ivy Xiyang. Causes and consequences of goodwill impairment losses. **Rev Account Stud**, n. 16, p. 745-778, 2011.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002a.

LOPES, Alexsandro Broedel. The Value Relevance of Earnings and Book Values in Brazil: Old versus New Economy. **26º ENCONTRO DA ANPAD**, 2002, Salvador. *Anais...* Salvador: USP, 2002b.

MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva; MACHADO, Márcio André Veras; MURCIA, Fernando Dal Ri; MACHADO, Márcia Reis. Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do value-relevance. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 57, p. 299-318, 2011.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa 2006. **Revista de Contabilidade & Finanças**, edição comemorativa, p. 65-79, setembro, 2006.

MARIO, Carrara; BABOUKARDOS, Diogenis; CUNNINGHAM, Gary M.; HASSEL, Lars G. The impact of IFRS on reporting for business combinations: an in-depth analysis using the telecommunications industry. **Annals of Faculty of Economics**, v. 1, n. 1, p. 557-593, 2011.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Gerenciamento dos resultados contábeis: um estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 167 f. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) – Curso de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

MARTINS, Eliseu. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. 1972. 121 f. Tese (Doutorado) - Congregação da Faculdade de Economia e Administração, Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1972.

MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo; IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Manual de Contabilidade Societária**: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. São Paulo: Atlas, 2013.

MARTINS, Eliseu; ALMEIDA, Diana Lúcia de; MARTINS, Eric Aversari; COSTA, Patrícia de Souza. *Goodwill*: uma análise dos conceitos utilizados em artigos científicos. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 52, 2010.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINS, Vinícius Gomes; MACHADO, Márcio André Veras; CALLADO, Aldo Leonardo Cunha. Análise da aditividade de value relevance da DDF e da DVA ao conjunto de demonstrações contábeis: evidências de empresas do mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 17, n.1, p. 75-94, 2014.

MORTENSEN, Roger. Accounting for business combinations in the global economy: purchase, pooling, or? **Journal of Accounting Education**, v. 12, n. 1, p. 81-87, 1994.

NAKAYAMA, Wilson Kazumi. **Divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios na vigência do pronunciamento técnico CPC 15**. 2012. 153 p. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, FEA/USP, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

NAKAYAMA, Wilson Kazumi; SALOTTI, Bruno Meirelles. Fatores determinantes do nível de divulgação de informações sobre combinações de negócios com a entrada em vigor do pronunciamento técnico CPC 15. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v.25, n. 66, p. 267-280, 2014.

OHLSON, James A. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 661-687, 1995.

OLIVEIRA, Lídia; RODRIGUES, Lúcia Lima; CRAIG, Russell. Intangible assets and value relevance: evidence from the Portuguese stock exchange. **The British Accounting Review**. v. 42, p. 241-252, 2010.

OLIVEIRA, Alan Teixeira de; RECH, Ilírio José. In: LOPES, Alexsandro Broedel (Org.). **Contabilidade e finanças no Brasil: estudos em homenagem ao professor Eliseu Martins**. São Paulo: Atlas, 2012. p. 31-58.

OLIVEIRA, João José; VIRI, Natália. Erros inflaram o patrimônio da TAM no balanço de 2012. **Jornal Valor Econômico**. 2014.

OWENS, Richard N. Goodwill in the accounts. **The University Journal of Business**, v. 1, n. 3, p. 282-299, 1923.

PATEL, Sandeep A.; BALIC, Amra; BWAKIRA, Liliane. Measuring transparency and disclosure at firm level in emerging markets. **Emerging Markets Review**, v. 3, p. 325-337, 2002.

PETERSEN, Christian; PLENBORG, Thomas. How do firms implement impairment tests of goodwill? **A Journal of Accounting, Finance and Business Studies - ABACUS**, v. 46, n. 4, p. 419-446, 2010.

RAMANNA, Karthik; WATTS, Ross L. Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment. **Rev Account Stud**, v. 17, p. 749-780, 2012.

RAMOS, Dionísio Adárcio; LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa. Verificação empírica da value relevance na adoção das normas internacionais de contabilidade para o mercado de capitais brasileiro. **Contexto**, v. 13, n. 25, p. 70-83, Porto Alegre, 2013.

REIMANN, Lizî Brand; SCHMIDT, Paulo. Teste de impairment do goodwill adquirido em uma combinação de negócios. **ConTexto**, v. 10, n. 18, p. 49-62, 2010.

REZENDE, Amaury José. The relevance of accounting information in the process of valuation of companies in the new and old economy - an analysis of asset investments and their effects on the value relevance of earnings and book value. **BBR - Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 33-52, 2005.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. 15. reimpressão. São Paulo: Atlas, 2014.

SALAZAR, José Nicolás Albuja. O fenômeno de retornos anormais decorrentes da inclusão e exclusão das ações na carteira teórica do índice Bovespa. **Revista de Contabilidade e Finanças USP**, v. 18, n. 45, p. 73-82, 2007.

SAMKIN, Grant; DEEGAN, Craig. Calculating non-controlling interest in the presence of goodwill impairment. **Accounting Research Journal**, v. 23, n. 2, p. 213-233, 2010.

SANTOS, Alexandre Corrêa dos; STAROSKY FILHO, Loriberto; KLANN, Roberto Carlos. Efeitos do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no value relevance das demonstrações contábeis de organizações brasileiras. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 22, p. 95-118, 2014.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo. Ativos intangíveis - análise das principais alterações introduzidas pelos FAS 141 e 142. **Revista ConTexto, Porto Alegre**, v. 3, n. 4, 2003.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo; GOMES, José Mário Matsumura; FERNANDES, Luciane Alves; PINHEIRO, Paulo Roberto. Avaliação de Intangíveis: Tratamento contábil do goodwill no contexto mundial. 2003. Disponível em: < <http://www.intercostos.org/en/>>. Acesso em 16 de maio de 2013.

SANTOS, Paulo Sérgio Almeida; DANI, Andréia Carpes; KLANN, Roberto Carlos. Concentração de propriedade e o *impairment loss* sobre o *goodwill*: investigação empírica no contexto das companhias abertas brasileiras. **Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión**, v. 23, n. 1, p. 175-188, 2015.

SCHIPPER, Katherine. Required disclosures in financial reports. **The Accounting Review**, v. 82, n. 2, p. 301-326, 2007.

SEVIN, Suzanne; SCHROEDER, Richard; BHAMORNSIRI Sak. Transparent financial disclosure and SFAS No. 142. **Managerial Auditing Journal**, v. 22, nº 7, p. 674-687, 2007.

SHALEV, Ron. The information content of business combination disclosure level. **The Accounting Review**, v. 84, p. 239-270, 2009.

SHAMKI, Dhiaa; RAHMAN, Azhar Abdul. Does financial disclosure influence the value relevance of accounting information? **Education, Business and Society: Contemporary Middle Eastern Issues**, v. 6, p. 216-232, 2013.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, nº 2, p. 737-783, jun. 1997.

SILVA, Angelino Fernandes; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Análise da relevância da informação contábil no setor brasileiro de energia elétrica no período de 2005 A 2007: uma discussão com foco nas variáveis LL, FCO E EBITDA. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 2, p. 06-24, 2012.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria) - Curso de Pós-Graduação em Contabilidade e Controladoria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; LANZANA, Ana Paula; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **R.Adm.**, v.39, n.4, p. 362-372, 2004.

TORRES, Fernando. **Jornal Valor Econômico**. Mudança em lei contábil distorce lucro trimestral e anual da Vale. 19/02/2009. Disponível em: < <http://www.valor.com.br/arquivo/610863/mudanca-em-lei-contabil-distorce-lucro-trimestral-e-anual-da-vale>>. Acesso em 04 de fevereiro de 2013.

UYAR, Ali; KILIC, Merve. Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. **Journal of Intellectual Capital**, v. 13, n. 3, p. 363-376, 2012.

VAFAEI, Alireza; TAYLOR, Dennis; AHMED, Kamran. The value relevance of intellectual capital disclosures. **Journal of Intellectual Capital**, v. 12, n. 3, p. 407-429, 2011.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 97-180, 2001.

XU, Wei; ANANDARAJAN, Asokan; CURATOLA, Anthony. The value relevance of goodwill impairment , **Research in Accounting Regulation**, v. 23, p. 145-148, 2011.

YAMAJI, Noriaki; MIKI, Jun'Ichi. The value relevance of goodwill and goodwill amortization: evidence from listed Japanese companies. **BandA Review**, v. 17, p. 19-30, 2011.

APÊNDICES

APÊNDICE A - Métrica de pesquisa

APÊNDICE B - Combinações de negócios analisadas na pesquisa

APÊNDICE A - MÉTRICA DE PESQUISA

Apêndice A - Métrica de pesquisa

Categorias / Subcategorias
1 Informações Básicas sobre a Combinação de Negócios Realizada
1.1 Nome do adquirente. *
1.2 Ramo de negócio do adquirente (setor de atividade). *
1.3 Nome da empresa adquirida.
1.4 Data de aquisição (data em que o controle da adquirida é transferido para a adquirente).
1.5 Percentual do capital votante adquirido na combinação de negócios.
1.6 Percentual do capital total adquirido na combinação de negócios.
1.7 Ramo de negócio da adquirida (setor de atividade). *
1.8 Informação sobre qual foi a técnica de avaliação a valor justo dos ativos e passivos da adquirida. *
1.9 Principais dados que serviram de base para avaliar o valor justo (dados dos modelos utilizados). *
1.10 Menção a existência de laudo de avaliação do valor justo dos ativos e passivos adquiridos. *
1.11 Nome da empresa contratada para emitir o laudo. *
1.12 Razões que motivaram a combinação de negócios.
1.13 Descrição de como o controle da adquirida foi obtido pelo adquirente.

(continua)

Apêndice A - Métrica de pesquisa (continuação)

2 Informações de alocação dos valores envolvidos na combinação de negócios
2.1 Informação completa relativa ao pagamento da contraprestação feita pela adquirente: dinheiro a vista, parcelado (nesse caso, o passivo assumido), ações.
2.2 Valor justo total que a adquirente pagou ou assumiu o compromisso de pagar em virtude da combinação de negócios realizada (Valor total da contraprestação).
2.2.1 Valor em dinheiro (a vista).
2.2.2 Valor em parcelas (Valor total dos passivos assumidos visando o pagamento pela combinação de negócios).
2.2.2.1 Detalhamento do valor dos passivos assumidos (Parcelas, juros, atualização monetária) visando o pagamento pela combinação de negócios. *
2.2.3 Valor em ações.
2.2.3.1 Maneira de cálculo do valor das ações. *
2.2.3.2 Detalhamento do valor do valor em ações (quantidade, valor unitário...).
2.3 Maneira como a adquirente obteve financiamento para pagar a parte a vista da aquisição (capitais próprios e/ou capitais de terceiros). *
2.4 Valor total do ativo da adquirida avaliado a valor justo.
2.5 Valor total do passivo da adquirida avaliado a valor justo. *
2.6 Detalhamento do valor de cada ativo da adquirida avaliado a valor justo. *

(continua)

Apêndice A - Métrica de pesquisa (continuação)

2.7 Detalhamento do valor de cada passivo da adquirida avaliado a valor justo. *
2.8 Valor contábil do Patrimônio Líquido da adquirida. *
2.9 Detalhamento do valor de cada ativo da adquirida a valor contábil. *
2.10 Detalhamento do valor de cada passivo da adquirida a valor contábil. *
2.11 Valor total que representa a parcela relativa a diferença entre o valor justo dos ativos líquidos e o valor contábil dos ativos líquidos da adquirida. *
2.12 Detalhamento da diferença de valor justo em relação ao valor contábil relativa a cada ativo pertencente a adquirida. *
2.13 Detalhamento da diferença de valor justo em relação ao valor contábil relativa a cada passivo pertencente a adquirida.*
2.14 Valor pago a maior que o valor justo dos ativos líquidos da adquirida. *
2.15 Valor pago a menor que o valor justo dos ativos líquidos da adquirida. *
2.16 Valor que representa o reconhecimento de ativos intangíveis identificáveis que não estavam registrados no balanço da adquirida. *

(continua)

Apêndice A - Métrica de pesquisa (continuação)

3 Informações sobre <i>goodwill</i>, ativos intangíveis identificados e passivos assumidos
3.1 Valor do ágio por expectativa de rentabilidade futura (<i>goodwill</i>).
3.2 Descrição qualitativa dos fatores que compõem o <i>goodwill</i> registrado.
3.3 Sinergias esperadas pela combinação das operações da adquirida com as do adquirente.
3.4 Descrição dos ativos intangíveis que não se qualificam para registro individual e, portanto integram o <i>goodwill</i> .
3.5 Uma justificativa da razão pela qual os componentes do <i>goodwill</i> não tem a possibilidade de serem identificados individualmente. *
3.5.1 Unidade Geradora de Caixa a qual será alocada o <i>goodwill</i> para fins de teste no valor recuperável. *
3.6 Expectativas quanto a recuperabilidade do <i>goodwill</i> . *
3.7 O valor do <i>goodwill</i> que a adquirente espera que seja recuperado para fins fiscais.
3.8 Menção de possíveis ajustes que poderão ser realizados no período de mensuração (12 meses permitidos pelo CPC-15 R1 - nesse período, a contrapartida dos ajustes é o <i>goodwill</i>). *
3.9 Descrição qualitativa dos ativos intangíveis identificáveis reconhecidos na combinação de negócios realizada. *
3.10 Informação se a adquirida possui ou não arrendamento operacional. *
3.11 Informação se foi reconhecido algum ativo intangível relacionado a arrendamento operacional da adquirida. *
3.12 Informação se foi reconhecido algum passivo relacionado a arrendamento operacional da adquirida. *

(continua)

Apêndice A - Métrica de pesquisa (continuação)

4 Informações sobre os passivos contingentes reconhecidos
4.1 Valor total dos passivos contingentes registrados.
4.2 Detalhamento do valor de cada passivo contingente registrado na combinação. *
4.3 Uma breve descrição da natureza da obrigação (item 85 CPC-25).
4.4 O cronograma esperado de quaisquer saídas de benefícios econômicos resultantes (item 85 CPC-25).
4.5 Uma indicação das incertezas sobre o valor dessas saídas (item 85 CPC-25).
4.6 Uma indicação das incertezas sobre o cronograma dessas saídas (item 85 CPC-25).
4.7 O valor de qualquer reembolso esperado e qualquer ativo reconhecido por conta desse desembolso (item 85 CPC-25).
4.8 Descrição detalhada da natureza de cada passivo contingente reconhecido na combinação realizada. *
5 Informações sobre acordos de contraprestação contingente
5.1 Valor de acordo de contraprestação contingente (Acordos que a empresa possa vir a pagar algo dependendo o desempenho, ou outro fator da adquirida).
5.2 Descrição do acordo contingente realizado em virtude da combinação de negócios.
5.3 Bases para a estimativa do valor da contraprestação contingente.
5.4 Estimativa da faixa de valores do resultado, ou, caso a faixa de valores não possa ser estimada, a indicação desse fato e as razões pelas quais não foi possível estimá-la.

(continua)

Apêndice A - Métrica de pesquisa (continuação)

6 Informações sobre ativos de indenização
6.1 Valor e informação sobre a existência ou não de um ativo de indenização.
6.2 Descrição do acordo realizado.
6.3 Bases para a estimativa do valor do ativo de indenização.
6.4 Estimativa da faixa de valores do resultado, ou, caso a faixa de valores não possa ser estimada, a indicação desse fato e as razões pelas quais não foi possível estimá-la.
7 Ganho proveniente de compra vantajosa
7.1 Valor do ganho proveniente de compra vantajosa (deságio).
7.2 Motivos pelos quais a transação resultou em ganho por compra vantajosa.
7.3 Linha na Demonstração do Resultado do Exercício em que o ganho foi reconhecido.
8 Informações sobre os direitos recebíveis adquiridos
8.1 Valor justo dos recebíveis.
8.2 Principais classes (tipos) de recebíveis. *
8.3 Valor contratual bruto dos recebíveis.
8.4 Estimativa, na data da aquisição, dos fluxos de caixa contratuais para os quais se tem a expectativa de perdas por não realização.

(continua)

Apêndice A - Métrica de pesquisa (conclusão)

9 Informações sobre combinação de negócios realizadas em estágios
9.1 O valor justo, na data da aquisição, da participação societária na adquirida que o adquirente mantinha imediatamente antes da data da aquisição.
9.2 O valor do ganho ou perda reconhecidos em decorrência da remensuração ao valor justo da participação do adquirente na adquirida antes da combinação.
9.3 A linha do item na demonstração do resultado em que esse ganho ou perda foi reconhecido.
10 Informações financeiras da adquirida incluídas no consolidado
10.1 Os montantes das receitas e do resultado do período da adquirida a partir da data da aquisição que foram incluídos na demonstração consolidada do resultado do período de reporte ou a justificativa pela não divulgação.
10.2 As receitas e o resultado do período da entidade combinada para o período de reporte corrente, como se a data da aquisição, para todas as combinações ocorridas durante o ano, fosse o início do período de reporte anual ou a justificativa pela não divulgação.
11 Participação dos Não Controladores
11.1 Valor da Parcela pertencente aos não controladores, nos casos que a participação é inferior a 100%.
11.2 Critério utilizado para obtenção do valor da participação dos não controladores: valor justo (full goodwill) ou participação proporcional nos ativos líquidos da adquirida.
11.3 Informação se utiliza o valor justo (<i>full goodwill</i>) para obtenção da participação dos não controladores.
11.4 Informação se utiliza a participação proporcional nos ativos líquidos da adquirida para obtenção da participação dos não controladores.

Fonte: Elaborado pela autora com base no CPC-15 R1 (2011)

* Informações que foram incluídas na métrica, visando o detalhamento das informações exigidas pelo CPC-15 R1 (2011).

APÊNDICE B - COMBINAÇÕES DE NEGÓCIOS ANALISADAS NA PESQUISA

Apêndice B - Combinações de negócios analisadas na pesquisa

Combinações de negócios componentes da amostra	Ano
Cetip acquire GRV	2010
Dasa acquire Cerpe	2010
Fleury S.A acquire DI	2010
Kroton acquire Iuni	2010
Tempo Participações acquire Unibanco Seguradora	2010
Vanguarda Agro incorpora Maeda	2010
Ananguera acquire Centro de Ensino Superior do Mato Grosso Ltda	2010
Ananguera acquire César & Gomes Cursos Ltda	2010
Ananguera acquire Unipli	2010
Braskem acquire Quattor	2010
Braskem acquire Sunoco	2010
Braskem acquire Unipar	2010
Hypermarcas (aquisição da Versoix)	2010

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

Hypermarcas (aquisição da Luper)	2010
Hypermarcas (aquisição da Facilit)	2010
Hypermarcas (aquisição da Sapeka)	2010
Hypermarcas (aquisição da York)	2010
Hypermarcas (aquisição da Bitufo)	2010
PDG incorpora a AGRE	2010
Petrobras (aquisição da Breitener Energética)	2010
Renar Maças adquire Pomifrai	2010
Contax Participações S.A. adquire a Ability	2010
Eternit adquire Tégula	2010
Évora adquire 2 empresas	2010
Karsten adquire Romaria	2010
LPS Brasil aquisição LPS Patrimóvel	2010
LPS Brasil adquire a VNC Pronto por meio da controlada Pronto Participações	2010

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

LPS Brasil adquire a Pronto Maber por meio da controlada Pronto Participações	2010
LPS Brasil adquire Pronto Self por meio da controlada Pronto Participações	2010
LPS Brasil adquire Pronto Plus por meio da controlada Pronto Participações	2010
LPS adquire Local por meio da controlada Pronto Participações	2010
LPS Brasil adquire Pronto Ducati por meio da controlada Pronto Participações	2010
Mangels adquire Superfície Ltda. E E.Koga Ltda (ela evidenciou no total as duas)	2010
Marfrig adquire Seara	2010
Marfrig adquire Gideny S.A. (Grupo Zenda)	2010
Marfrig adquire O’Kane Poultry	2010
Marfrig adquire Keystone Foods	2010
Multiner adquire (por Estágios) o controle da 2007 Participações	2010
Suzano Papel e Celulose adquire (por meio da controlada Suzano trading) a empresa de Biotecnologia Futuragene	2010
Universe Online adquire (por meio de sua controlada DH&C) a empresa Diveo Broadband Networks Inc. (“DBNI”)	2010

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

Valid Soluções adquire Microelectronica Española S.A.U.	2010
WEG realizou a aquisição de 4 empresas: Instrutech, Logotech, Voltran e Zest	2010
Abril Educação por meio de sua controlada adquire Grupo Anglo	2010
Minerva S. A. adquire (por estágios) o controle da Monerva Dawn Farms (antes ela era uma Joint Venture)	2010
Brazil Pharma adquire Rede Nordeste de Farmácias S.A.(“RNF”)	2010
Brazil Pharma adquire Drogaria Amarflis S.A.	2010
Brazil Pharma adquire, por meio da controlada Drogaria Dona Terezinha S.A. a Drogaria Rosário S.A.	2010
Brazil Pharma adquire COF	2010
Brazil Pharma, por meio de sua controlada, adquire Guararapes	2010
Brazil Pharma adquire Drogaria Farmais Ltda (“Drogaria Farmais”)	2010
Brazil Pharma adquire Farmais Franchising Ltda. (“Grupo Farmais”)	2010
Tereos Internacional S.A. realiza aquisição da SSQF	2010
Tereos Internacional S.A., por meio de controlada, Aquisição da Usina Mandu S. A.	2010

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

Ultrapar Participações S.A., por meio de controlada, adquire Distribuidora Nacional de Petróleo Ltda. (“DNP”)	2010
Contax incorpora Dedic	2011
Contax adquire Grupo Allus	2011
CPFL Energia assume controle da Ersá	2011
CPFL Energia adquire indiretamente a Jantus	2011
CPFL adquire Santa Luzia	2011
Fleury adquire Labs Cardiolab e Diagnoson	2011
Raia Drogasil S. A incorpora a Raia S.A	2011
All América incorpora Standard Logística S.A.	2011
Cremer adquire P. Simon	2011
JSL adquire Rodoviário Schio S.A. (“Schio”)	2011
Profarma adquire Prodiet Distribuidora S/A	2011
Vanguarda Agro S.A. realiza incorporação	2011
Abril Educação aquisição do Curso P.H. Ltda. e Sistema P.H. de Ensino Ltda	2011

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

Abril Educação adquire Grupo ETB	2011
Abril adquire Maxiprint Gráfica e Editora Ltda.	2011
Ananguera adquire totalidade da UNICTS - União de Ensino Superior de Ciência, Tecnologia e Saúde Ltda.	2011
Ananguera adquire IGABC - Instituto Grande ABC de Educação e Ensino S/S Ltda.	2011
Ananguera Educacional Particip por meio da sua subsidiária da Ananguera Educacional Ltda.	2011
Ananguera Educacional Particip adquiriu FIT - Associação de Ensino Superior Elite Ltda.	2011
Ananguera adquiriu a totalidade das quotas do capital social da SEBH e da Praetorium	2011
Ananguera adquiriu a totalidade das quotas do capital social UNIFEC - União para Formação, Educação e Cultura do ABC Ltda.	2011
Ananguera adquiriu a totalidade das quotas do capital social do LUIZ ROSA - Instituto Educacional Professor Luiz Rosa Ltda.	2011
Ananguera adquiriu a totalidade das quotas do capital social da UNIBAN; UBE e APA	2011
BHG S.A. adquire a Brscan Imobiliária Hotelaria e Turismo S.A.	2011
Brasil Insurance Participações e Administração S.A adquire Enesa	2011
Brasil Insurance Participações e Administração S.A adquire Classic	2011

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

Brasil Insurance Participações e Administração S.A acquire Sebrasul	2011
Brasil Insurance Participações e Administração S.A acquire Previsão	2011
Brasil Insurance Participações e Administração S.A acquire Graciosa	2011
Brasil Insurance Participações e Administração S.A acquire Fazon	2011
Brasil Insurance Participações e Administração S.A acquire Umbria	2011
Brazil Pharma S.A. acquire 60% da empresa Mais Econômica	2011
Estácio Participações acquire Nova Academia do Concurso-Cursos Preparatórios Ltda. (“Academia do Concurso”)	2011
Estácio Participações acquire ANEC -Sociedade Natalense de Educação e Cultura Ltda.	2011
Estácio Participações acquire Sociedade Educacional Atual da Amazônia Ltda.	2011
Estácio Participações acquire FATERN - Sociedade Universitária de Excelência Educacional do Rio Grande do Norte Ltda.	2011
Gol por meio da controlada VRG acquire Webjet	2011
Kroton Educacional acquire União	2011
Kroton Educacional acquire Ceama	2011
Kroton Educacional acquire FAIS	2011

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

Kroton Educacional adquire Unopar	2011
Kroton Educacional adquire empresa Alba	2011
Renner adquire Maxmix Comercial Ltda. (“Camicado”)	2011
LPS Brasil adquire Itaplan Brasil Consultoria de Imóveis S.A.	2011
LPS Brasil adquire (por meio da controlada Pronto) Pronto Ação Dall'Oca	2011
LPS Brasil adquire (por meio da controlada Pronto) Pronto Erwin	2011
LPS Brasil adquire (por meio da controlada Pronto) Thá Pronto	2011
LPS Brasil adquire (por meio da controlada Pronto) Pronto Condessa	2011
M. Dias Branco S.A. (por meio de sua controlada) Indústria e Comércio de Alimentos adquire NPAP Alimentos S.A. (“Pilar”)	2011
M. Dias Branco adquire J. Brandão Comércio e Indústria Ltda. e Pelágio Participações S.A.	2011
Minerva S. A. adquire Ana Paula Black Angus Quality in Beef LLC	2011
Minerva S. A. adquire Brascasing Comercial Ltda. (Combinação por Estágios)	2011
Restoque adquiriu por meio de sua subsidiária integral Noville SP Participações S.A. a Foose Cool Jeans Ltda. (“FCJ”)	2011
TIM Participações (por meio da controlada TIM Celular) adquire Eletropaulo Telecomunicações Ltda.	2011

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

Tim Participações adquire AES Communications Rio de Janeiro S.A.	2011
Tereos Internacional S.A adquire Grupo Halotek	2011
Tereos Internacional por meio da controlada Tereos Syral adquire Féculerie d’Haussimont	2011
Brasil Brokers Participações S.A. adquire Missau, Galvão e Silva Planejamento e Vendas Imobiliárias Ltda.	2011
Brasil Brokers Participações S.A. adquire Blue Negócios Imobiliários Ltda.	2011
Brasil Brokers Participações S.A. adquire VB Assessoria Imobiliária Ltda.	2011
Brasil Brokers Participações S.A. adquire MGE Intermediação Imobiliária Ltda.	2011
Brasil Brokers Participações S.A. adquire Morumbi Brokers Administração de Bens e Serviços Ltda	2011
Qualicorp adquire, por meio de controlada, PraxiSolutions Consultoria de Negócios e Corretora de Seguros Ltda.	2011
Cosan S.A. Indústria e Comércio, adquire por meio de controlada, a Logispot Armazéns Gerais S.A. (por Estágios)	2011
Cosan S.A. Indústria e Comércio, por meio de controlada em conjunto, adquire Álcool Ltda. (Usina Zanin)	2011

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

Ultrapar Participações, por meio de controlada, adquire a Repsol	2011
Brazil Pharma adquire, por meio da sua controlada, Farmácias Sant’ana S.A. Drogaria Farmácias	2012
Brazil Pharma adquire, por meio da sua controlada, Big Benn	2012
Brazil Pharma adquire, por meio de sua controlada, a empresa Estrela Galdino Drogarias S.A.	2012
Aliansce adquire, por meio de sua controlada, a Pargim Empreendimentos e Participações Ltda	2012
M. Dias adquire Moinho Santa Lúcia Ltda.	2012
Abril Educação adquire, por meio de sua controlada, Escola Satélite S.A.	2012
Abril Educação adquire, por meio de sua controlada, SGE Comércio de Material Didático S.A.	2012
Abril Educação adquire, por meio de sua controlada, a Jafar	2012
Abril Educação adquire, por meio de sua controlada, Grupo Red Balloon (“Red Balloon”)	2012
BR Properties incorpora One Properties S.A.	2012
Cosan S.A. Indústria e Comércio, por meio de sua controlada, adquire a Comgás	2012
Cosan S.A. Indústria e Comércio, por meio de sua controlada, adquire Comma Oil and Chemicals Limited (“Comma”)	2012

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

Cosan S.A. Indústria e Comércio, por meio de sua controlada, adquire Mime	2012
Cosan S.A. Indústria e Comércio, por meio de sua controlada, adquire Costa Rica Canavieira Ltda. (“Costa Rica”)	2012
Invepar incorpora VPR Brasil Participações S.A. (“VPR”)	2012
Lupatech incorpora a empresa San Antonio Brasil S.A.	2012
Autometal S.A. adquire, por meio de controlada, a empresa Century Plastics, LLC	2012
Brasil Borkers Participações adquire 55% da MDR Assessoria Imobiliária Ltda (“Bamberg”)	2012
Brasil Brokers Participações adquire Libório	2012
Brasil Brokers Participações adquire Miranda	2012
CCR adquire, por meio de sua controlada, a empresa Barcas	2012
Cielo adquire Merchant e-Solutions	2012
CPFL Energia, por meio de sua controlada CPFL Energias Renováveis, adquire Complexo Eólico Atlântica	2012
CPFL Energia, por meio de sua controlada CPFL Energias Renováveis, adquire Bons Ventos Geradora de Energia S.A. (“BVP”)	2012

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

CPFL Energia, por meio de sua controlada CPFL Energias Renováveis, adquire Usina Ester (SPE Lacenas)	2012
CTEEP adquire Evrecy Participações Ltda. (“Evrecy”)	2012
Embratel adquire controle da NET (combinação por estágios)	2012
Equatorial adquire Centrais Elétricas do Pará S.A.”CELPA”	2012
Estácio Participações S.A. adquire Sociedade Educacional da Amazônia ("SEAMA")	2012
Estácio Participações S.A. adquire IDEZ Empreendimentos Educacionais	2012
Estácio Participações S.A. adquire Sociedade Educacional do Rio Grande do Sul S/S Ltda. ("FARGS")	2012
Estácio Participações S.A. adquire UNIUOL Gestão de Empreendimentos Educacionais e Participações S.A. ("UNIUOL")	2012
Estácio Participações S.A. adquire Unisãoluis Educacional S.A. ("Unisãoluis")	2012
Forja Taurus adquire, por meio de controlada, Steelinject - Injeção de Aços Ltda.	2012
Forja Taurus adquire, por meio de controlada, Heritage Manufacturing, Inc.	2012
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A. Adquire, por meio de controlada, a SB Bonsucesso Administradora de Shoppings S.A.	2012

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

International Mean adquire por meio de controlada a Rede Wraps e Go Fresh	2012
International Mean adquiriu, através de sua controlada, as empresas Marcas Comestíveis Ltda., Orange Fantasy Lanchonetes Ltda. e Squadro Lanchonetes Ltda.	2012
International Mean adquiriu através de sua controlada, as empresas Solidar Convivência Loja de Conveniência Ltda. e Auto Posto Eco Brasil Ltda.	2012
International Mean adquiriu através de sua controlada, Rede J&C Delicias - Segmento de Shopping Centers	2012
Kroton Educacional, por meio de sua controlada, adquire Ítala	2012
Kroton Educacional por meio de sua controlada adquire Unirondon	2012
LPS Brasil Consultoria de Imóveis S.A. adquire LPS Foco	2012
LPS Brasil Consultoria de Imóveis S.A. adquire LPS Raul Fulgêncio	2012
LPS Brasil Consultoria de Imóveis S.A. adquire, por meio de controlada, LPC Piccoloto	2012
LPS Brasil Consultoria de Imóveis S.A. adquire, por meio de controlada, LPC Cappucci	2012
Minerva S. A. adquire FRIGOMERC S/A	2012
Profarma adquire o controle da Arp Med S/A	2012
Qualicorp adquire Grupo Padrão	2012

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

Qualicorp adquire, por meio de suas controladas, Aliança Administradora de Benefícios de Saúde S.A. e GA Consultoria, Administração e Serviços S.A.	2012
Technos S.A. por meio de suas controladas adquire as unidades de lojas Touch	2012
Marcopolo adquire Volgren Australia Pty. Limited	2012
Indústrias Romi S.A. através de sua controlada adquire Burkhardt + Weber Fertigungssysteme GmbH (“B+W”)	2012
Ultrapar por meio de sua controlada adquire American Chemical I.C.S.A.	2012
Ultrapar através da sua controlada adquire a Temmar	2012
Berna Participações adquire, por meio de controlada, a empresa Cargo Tracck - Rastreamento Inteligente de Cargas Ltda.	2013
Vigor Alimentos adquire Itambé Alimentos S/A	2013
Abril Educação adquire, por meio de controlada, o Grupo Wise Up	2013
Abril Educação adquire, por meio de controlada, o Grupo Motivo	2013
Abril Educação adquire, por meio de controlada, o Grupo Sigma	2013
Unipar Carbocloro S.A. Adquire controle por estágios na Carbocloro Indústrias Químicas Ltda.	2013

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Continuação)

Autometal S.A. adquire, por meio de controlada indireta, o grupo Forjas Europa (CieGalforS.A. e CieLegazpiS.A. e UABCieLTForge)	2013
Autometal S.A. adquire Grupo Mahindra&Mahindra	2013
Brasil Insurance adquiriu 6 empresas e evidenciou conjuntamente	2013
Estácio Participações adquire Faculdade de Ciências Sociais e Tecnológicas (FACITEC)	2013
Estácio Participações, por meio de sua controlada, adquire ASSESC	2013
JBS Aquisição da Agrovêneto	2013
JBS, por meio de controlada, adquire empresa Agil	2013
JBS Aquisição, por meio de controlada, da JOY	2013
Linx adquire, por meio de controlada, Direção	2013
Linx adquire, por meio de controlada, LZT Soluções em Informática Ltda. (“LZT”)	2013
JSL adquire Moviada	2013
JSL adquire Apta	2013
Profarma adquire por meio de sua controlada a empresa CSB Drogarias	2013

(Continua)

Apêndice B – Combinações de negócios analisadas na pesquisa (Conclusão)

Saraiva adquire Editora Érica	2013
Technos adquire Dumont Saab do Brasil S.A	2013
Totvs S.A. por meio de sua controlada adquire W&D Participações S.A	2013
Totvs adquire controle da PRX Soluções Agroindustrial Ltda	2013
Totvs por meio de controlada adquire RMS Software S.A. e da Webstrategie Software Ltda	2013
Totvs por meio de sua controlada adquire Seventeen Tecnologia da Informação em Informática Ltda	2013
Unidas S.A. adquire Best Fleet Locadora de Veículos Ltda	2013
Natura, por meio de controlada, adquire Emeis Holdings Pty Ltd	2013

Fonte: Elaborado pela autora